Catalogue no. 13-604-MIE — No. 050
ISSN: 1707-1739
ISBN: 0-662-42979-6

Research Paper

Income and Expenditure Accounts Technical Series

Recent Trends in Corporate Finance Some Evidence from the Canadian System of National Accounts

by Allan Tomas

Income and Expenditure Accounts Division
21st Floor, R.H. Coats Building, Ottawa, K1A 0T6

Telephone: 1 613 951-3640

Statistics Canada Statistique Canada

Canada

Recent Trends in Corporate Finance: Some Evidence from the Canadian System of National Accounts

Corporations have been posting record profits over much of the last decade. Meanwhile, business fixed capital investment has been relatively sluggish in recent years. This situation has led to a significant shift in the corporate sectors' net lending/borrowing position - from one of a chronic deficit position to one of sustained surplus. After having run deficits for almost 30 years, corporations have emerged with significant surplus positions in the last decade. This has placed the corporate sector in a new role – that of increasingly supplying funds to the rest of the economy.

This note looks at this development from a few angles, focusing on non-financial corporations. It identifies the underlying causes, and the major effects, of the development of an expanding corporate surplus position. In short, non-financial corporations have taken advantage of record profits, historically low interest rates and relatively buoyant stock markets to substantially re-structure their balance sheets. It has reached the point where corporate finances, in aggregate, are the healthiest they have been in decades.

Ottawa
March 2006

Catalogue no. 13-604-**MIE** no. 50
ISSN: 1707-1739
ISBN: 0-662-42979-6

Catalogue no. 13-604-**MPB** no. 50
ISSN: 1707-1720
ISBN: 0-662-49071-1

Published by authority of the Minister responsible for Statistics Canada

© Minister of Industry, 2005

All rights reserved. The content of this publication may be reproduced, in whole or in part, and by any means, without further permission from Statistics Canada, subject to the following conditions: that it is done solely for the purposes of private study, research, criticism, review, newspaper summary, and/or for non-commercial purposes; and that Statistics Canada be fully acknowledged as follows: Source (or "Adapted from", if appropriate): Statistics Canada, name of product, catalogue, volume and issue numbers, reference period and page(s). Otherwise, no part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopy, for any purposes, without the prior written permission of Licensing Services, Marketing Division, Statistics Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0T6.

The paper used in this publication meets the minimum requirements of American National Standard for Information Sciences - Permanence of Paper for Printed Library Materials, ANSI Z39.48 - 1984.

106-03696/

Table of Contents

Recent Trends in Corporate Finance: Some Evidence from the Canadian System of National Accounts 2

Introduction 2

Generation of corporate surplus – total and non-financial corporations 2

Use of the surplus – A further look at the financial account of non-financial corporations 7

Impact of the surplus – Wealth generation and the restructuring of non-financial corporate finances 11

Summary and conclusion 13

Glossary 16

Technical series 17

Recent Trends in Corporate Finance: Some Evidence from the Canadian System of National Accounts

1. Introduction

Over much of the last decade, corporations as a whole have been posting record profits. Meanwhile, business fixed capital investment has been relatively sluggish in recent years. These two factors combined have led to a significant shift in the corporate sector's net lending/borrowing position – from one of a chronic deficit position to one of sustained surplus (refer to Box 1). After having run deficits for almost 30 years, corporations have emerged with significant surplus positions in the last decade.

In conjunction with this, there have been major structural shifts in the economy, in terms of the net lending/borrowing positions of the sectors[1]. Traditional surplus sectors in the Canadian economy – households and non-residents – have moved into deficit positions, while traditional deficit sectors (corporations and governments) have generated surplus positions. This has placed the corporate sector in a new role – that of increasingly supplying funds to the rest of the economy.

This note will look at the corporate surplus phenomenon from a few angles, focusing on non-financial corporations. First, the note will examine the generation of net lending and its principal components: saving and non-financial investment. It will also explore the uses of the corporate surplus, along with the shift in the composition of corporate financing. Lastly, it will underline the restructuring of corporations' balance sheets.

Box 1: Net lending (surplus) or borrowing (deficit) in the national accounts

The corporate sector is one of the four main sectors of the Canadian System of National Accounts (SNA), which also includes persons and unincorporated business, governments and non-residents. Within a time period, a sector generates incomes and has outlays on current expenditure. The amount remaining after deducting outlays from incomes is referred to as saving (also referred to as undistributed, or retained, earnings in the case of corporations). Adding capital consumption allowances to saving, we can calculate a sector's gross saving, often referred to as internally-generated funds. Each sector also undertakes non-financial capital acquisition in fixed capital, inventories and existing assets. The balance between internally-generated funds (plus capital transfers) and investment expenditure is the sector's net lending or borrowing position – or surplus or deficit position.

A surplus or deficit position is also reflected in financial transactions. A surplus would most often be equated with investment in financial assets and/or the reduction of liabilities; a deficit with borrowing and/or issuing shares (in the case of corporations) and/or a draw-down of financial investments. The reality is that, with a large number of transactors in each sector of the economy and the complexity of financing needs, all of these activities can take place in both a surplus or deficit position, but do so at different levels of intensity. Any sector's surplus or deficit can also be calculated as net financial investment – transactions in financial assets less transactions in liabilities.

2. Generation of corporate surplus – total and non-financial corporations

Corporations posted a record[2] net lending position of $80.6 billion in 2005 (Charts 1 and 2). This trend began from 1993 to 1996, when the sector had four straight surpluses after generating only one in the previous 29 years. Following a brief slide to a deficit position in 1997-1999, the sector rebounded to accumulate impressive surpluses over the past six years.

1. See Trends in Saving and Net Lending in the National Accounts, *Income and Expenditure Accounts Technical Series, Statistics Canada Catalogue no. 13-604 no. 49*

2. *Since data started being compiled in 1961.*

Chart 1. Corporations running all time high levels of surplus

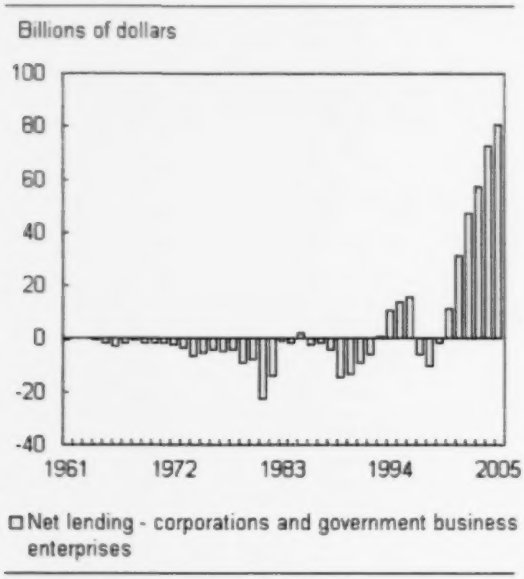
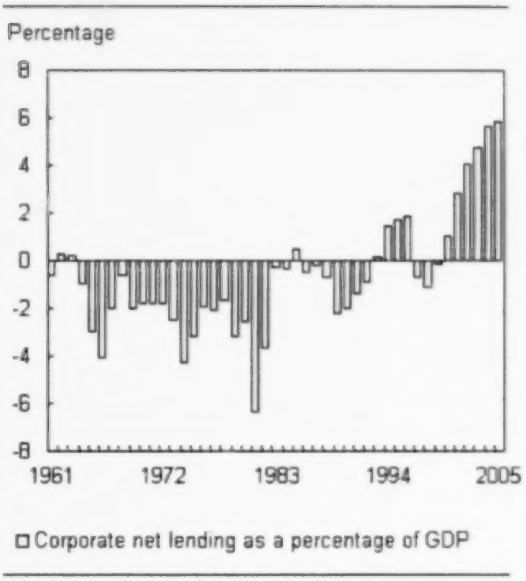


Chart 2. Corporation net lending as a percentage of GDP



Shift to a corporate surplus position in sharp contrast with history

Today's surplus positions are far removed from the situation just a decade and a half ago. Traditionally, corporations have run deficits, with non-financial capital acquisition exceeding internally-generated funds.

The sector experienced a record deficit position of $22.8 billion in 1981. The deep recession of 1981-82 marked by historically high nominal interest rates was the harbinger of a steep decline in corporate profits, and despite a marked slowdown in fixed capital spending, corporations remained in deficit. The deficit positions persisted for most of that decade through to the next economic downturn that began in mid-1990. However, this was soon to change, as the deficit narrowed through to 1992 and surpluses began to be posted in 1993 for the next few years through 1996. The expansion of the past decade helped drive corporate profits to record levels. Undistributed earnings have increased an annual average of almost 16% since 1995.

The return to a deficit position in the late 1990s was short-lived. In 1997 undistributed corporate profits fell, and non-financial capital acquisition advanced sharply. In 1998 undistributed profits receded further (falling 17%), posting their largest decline since the expansion began in 1993, as North American corporations felt the effects of such events as the plunge in commodity prices and the Asian economic crisis.

However, a sharp rebound in earnings, coupled with a more recent slowdown in capital spending growth, has moved the corporate sector into an expanding surplus position since 2000. The impact of both undistributed earnings and capital expenditure on the evolution of the corporate surplus deficit over time is notable (Table 1).

Table 1: Total corporations, selected average annual growth rates

Capital account components	1961 to 1991[1]	1995 to 2005
Gross saving	8.6%	9.6%
Net saving	4.0%	17.0%
Memo: Undistributed profits	4.4%	15.6%
Non-financial capital acquisition	11.4%	6.9%
Fixed capital	11.5%	6.4%

1. This time period excludes 1982-83 due to extremely volatile swings in net saving and undistributed corporate profits (from negative growth to extreme positive growth) experienced during the end of the recession/beginning of expansion. 1992-1994 was excluded in the current period in the above calculation for similar reasons.

2. Source: National Income and Expenditure Accounts (definitions can be found in glossary)

Profits drive the surplus, as undistributed earnings accelerate

Profits have clearly been the main driver of the corporate net lending surplus for the majority of years over the past decade (Chart 3). Except for a few minor interruptions (for example, the high-tech bust in 2001) corporate earnings have been on a pronounced upward trend since about 1992.

Chart 3. Profit growth leads corporations into an overall surplus position

Chart 4. Investors accept higher returns from stock market in lieu of dividends

Historically low aggregate dividend payout ratios[3] helped boost undistributed earnings to a record high in 2005. Lower dividends paid by corporations suggest that shareholders have been disposed to retaining profits in businesses, in favour of alternative returns. Record high market values have contributed to higher wealth positions for respective shareholders (Chart 4).

3. Dividends paid as a percentage of corporation profits after taxes.

Non-financial corporations post the largest gains in the surplus

Financial corporations have traditionally been in a small surplus position. By the nature of their business, they do not engage in substantial fixed capital investment. As a result, their expanding surplus in recent years has been largely generated by strong growth in undistributed earnings. The surplus in the financial sector has increased significantly since 2000, led mainly by record profits in the chartered banking and insurance industries.

However, the major shift with respect to the evolution of the surplus has been in the non-financial corporate sector. In 2003, non-financial corporations' surplus overtook that of financial corporations for the first time in forty years (Chart 5) and in 2005 the surplus reached a historical high. Because of this, the focus in the analysis now shifts to private non-financial corporations[4] where the dominant trend in net lending arises, with a $55.8 billion surplus recorded in 2005 (Chart 6).

The higher surpluses for non-financial corporations have been the result of significant domestic and foreign demand for Canadian goods and services. The personal sector's record levels of spending have led to increased revenue for corporations. In addition, Canada's booming exports, contributing to a large current account surplus, have filled corporate coffers with plenty of funds from abroad. The downward trend in interest rates has also played a supporting role in improving the bottom line, by helping to reduce business financing costs and facilitating household borrowing.

Chart 5. Non-financial corporations drive overall corporate net lending

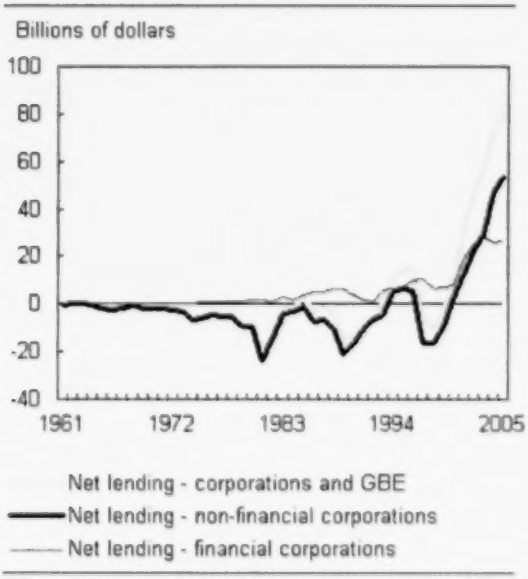
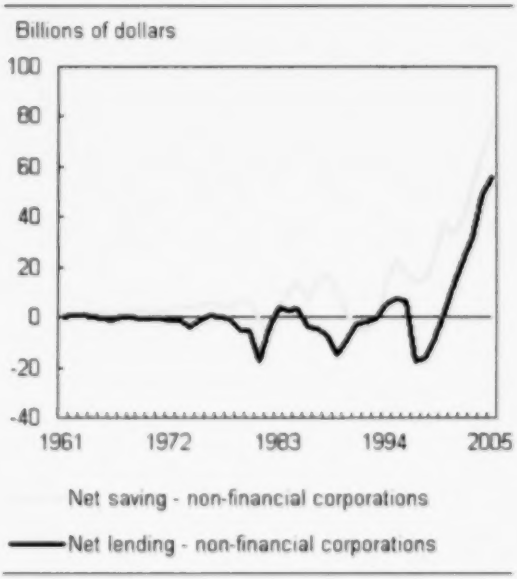


Chart 6. Saving leads non-financial corporations into an overall surplus position



The growth in net profits before taxes[5] has been widespread across non-financial industries with 15 of 17 industry groups[6] experiencing positive growth between 2001 and 2005. Further, since 1999 positive net profits before taxes have been widespread among non-financial industries. This suggests that the undistributed earnings are also reasonably diffused by industry.

4. Non-financial government business enterprises (GBEs) are excluded from the analysis. Including GBEs would produce a $53.9 billion surplus for 2005.

5. Net profit before taxes is an SNA concept not published by industry. However, the SNA use Industrial Organization and Finance Division (IOFD) as a data source, and the SNA data are comparable to IOFD corporate profit before taxes published by industry.

Select industries[7] with the largest impact on profit growth since 2000 have included: oil and gas, led by record high commodity prices; retail, buoyed by firm domestic demand from households; wholesale, lifted by strong exports markets; and, real estate, driven mainly by a booming housing market.

Slower investment spending of non-financial corporations also contributes to the surplus

Another influence on the surplus position for non-financial corporations has been slower capital expenditure. Over the last decade corporate non-financial capital acquisition hasn't grown at near the rate of saving, averaging growth of only 4% per year since 1998, in contrast with the double digit growth in previous decades. In particular, capital expenditure on machinery and equipment has accounted for most of the weakness (Chart 7)[8].

Non-financial corporations dominate corporate capital investment, and investment in fixed capital by private non-financial corporations represents the bulk of total corporate sector non-financial capital acquisition (almost 90% since 1998).[9] Investment in new fixed capital is the dominant component of non-financial capital acquisition, and a significant inverse relationship between new fixed capital investment and net lending/borrowing is evident (Chart 8). This is consistent with the recent role played by investment in the generation of the surplus, since 1998.

Chart 7. The slowing of investment more evident in machinery and equipment

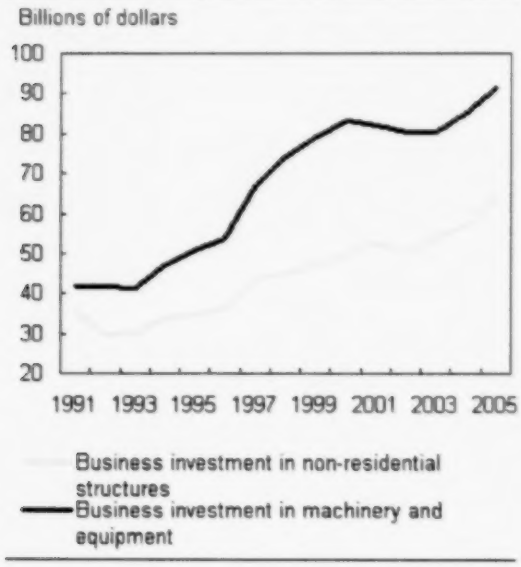
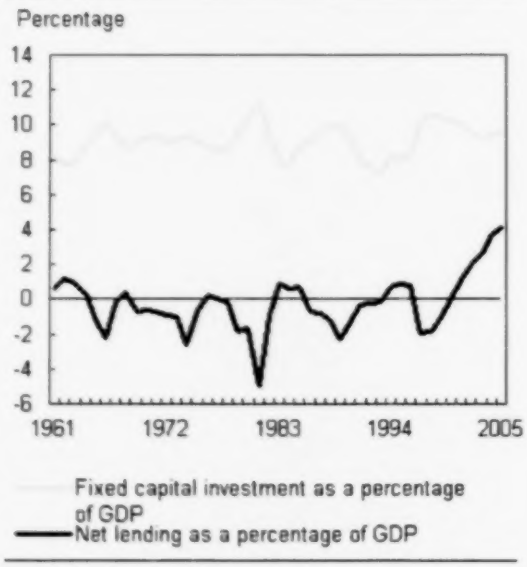


Chart 8. Corporate net lending grows as business investment slow



6. A grouping of all non-financial corporations into a set of 17 industrial aggregations, based on the North American Industry Classification System (NAICS Canada 2002). See Quarterly Financial Statistics for Enterprises, Statistics Canada, Catalogue no 61-008 for further detail on industrial classification.

7. Manufacturing, which despite showing some profit growth in 2003-2004 has not yet returned to its levels reached in 1999-2000. In 2005, the manufacturing industry's contribution to total non-financial profits before taxes fell to its lowest level since 1992.

8. Since 2002, an appreciating exchange rate may have contributed to lower expenditure on machinery and equipment.

9. After having contributed over 18% to total corporate non-financial capital acquisition (NFCA) from 1961-1996, non-financial government business enterprise's share of NFCA has dropped to less than 7% in the past 9 years. (Non-financial GBEs have been net borrowers from 1961-1996, and in 2003-2005. Only in the years from 1997-2002 have non-financial GBEs posted surplus positions. This was due in part to their sharp reduction in non-financial capital acquisition during this period).

3. Use of the surplus – A further look at the financial account of non-financial corporations

The generation of a substantial corporate surplus in recent years has reflected the fact that undistributed earnings have exceeded capital investment requirements by a wide margin. This suggests a modification in corporate investment behaviour. It is clear that corporate investment patterns have evolved as the surplus expanded.

A perspective on the surplus can be gleaned by looking at the sources and uses of corporate funds (refer to Box 2). With internally-generated sources of funds up strongly in recent years, uses of funds other than non-financial investment have increased in prominence. Since the surplus funds must be used, uses of funds have shifted in favour of various types of financial investments. Specifically, there have been increased investments in various types of financial assets as well as repayment of outstanding debt, as reflected in the Financial Flow Accounts.

Box 2: Sources and uses of funds for non-financial corporations

Sources of funds	
Internal	Saving (undistributed earnings)
	Capital consumption allowance
	Capital transfers
External	Drawdown of financial assets
	Incurrence of financial liabilities and equity issuance (which can include foreign direct investment into Canada)
Uses of funds	
Non-financial	Non-financial capital acquisition
Financial	Investment in financial assets, including liquid assets and inter-company investment (which can include Canadian direct investment abroad)
	Reduction of financial liabilities and share buy backs

Financial investments up strongly in recent years

Corporations have directed an increasing amount of funds into financial investments in recent years. Both portfolio and inter-company investment have contributed to notable acquisitions of financial instruments.

Cash and other portfolio investments surge since 2000

Major flows of financial investment have been directed to liquid assets and other portfolio investments since 2000. In particular, currency and bank deposits (domestic and foreign) and various other types of portfolio investments have advanced sharply.

There have been significant new cash flows as profits strengthened and capital spending softened. These increased flows were most significant in 2001-2005 (Chart 9). Corporations' currency and bank deposits have increased as a share of both their financial and total investment, and their flows have accounted for an increasing proportion of total deposit flows in the economy. In addition, portfolio investment in debt securities and other financial assets have reflected a partly passive financial investment use of the expanding surplus in recent year.

Chart 9. Cash increasing form of investment

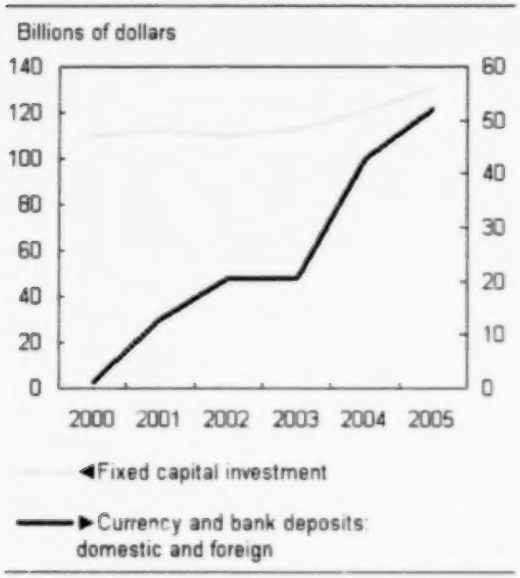
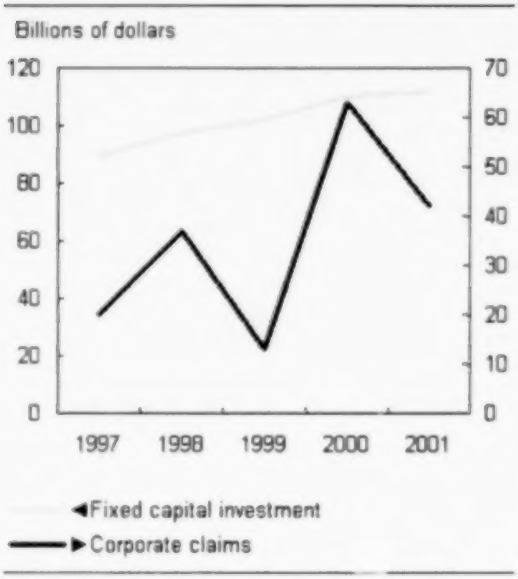


Chart 10. Inter-company investment increasing form of investment



Inter-company investment reflects direct investment takeover's boom

The last decade has seen a surge in inter-company investment[10] reflecting a boom period in corporate mergers and acquisitions (M&A) that began in the late 1990s (Chart 10). A significant proportion of inter-company investment was directed abroad. This suggests that corporations have continued to invest in non-financial capital, but perhaps at an increasing rate outside of Canada.

Claims on foreign subsidiaries and associated enterprises drive inter-company investment

Since 1995, over $256 billion has been invested by non-financial corporations in the form of inter-company investment. This represents almost 32% of total investment in financial assets by non-financial corporations over this period. A principal driver of this growth in inter-company investment by non-financial corporations is direct investment abroad, as the pattern of inter-company investment by non-financial firms is closely correlated with Canadian direct investment abroad (CDIA)[11]. Canadian corporations have invested $231 billion[12] in foreign subsidiaries and associated enterprises operating in non-financial industries since 1995. A closer look at CDIA provides further perspective on this. The main years of direct investment mergers and acquisition activity include

10. This is reflected as corporate claims in the Financial Flow Accounts and National Balance Sheet Accounts. Corporate claims cover investment in shares, marketable debt securities and loans and advances in associated corporations.

11. While there is no one-to-one mapping between non-financial firms' inter-company investment and Canadian direct investment abroad, it is assumed that the majority of CDIA undertaken by Canadian corporations takes place within their same respective industry; for example, an energy parent would invest in an energy subsidiary. However, it is possible that a holding company in the financial sector may invest in a non-financial industry. A certain amount of precision is foregone at this juncture to underline an important trend. The detail by industry for CDIA is available on an 'industry invested in' basis from Canada's Balance of International Payments, Statistics Canada, Catalogue no. 67-001.

12. Net Canadian direct investment abroad flows excluding reinvested earnings. See Balance of International Payments, Statistics Canada, Catalogue no. 67-001.

1997-1998, and 2000-2001, years in which non-financial firms were beginning to emerge from deficit positions. In recent years (2002-2003 and 2005), CDIA flows were largely comprised of capital injections into existing affiliates[13].

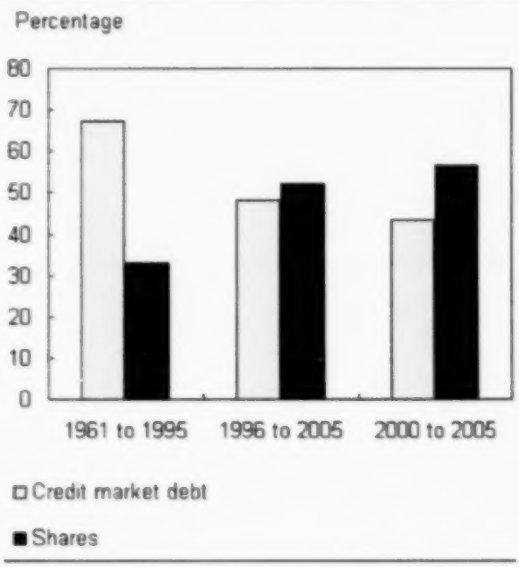
Canadian repatriation of domestic foreign held interests – another use of funds – has played a role in the deceleration of foreign direct investment in Canada (FDIC) in recent years (particularly in 2004). Furthermore, the lower levels of FDIC might be related to the sluggish non-financial investment in Canada in recent years.

The decline in the demand for borrowed funds in line with the surplus

In aggregate, there has been a notable slowing of demand by non-financial corporations for borrowed funds over the last 10 years. Up to the mid-1990s there was a close correlation between non-financial capital acquisition and borrowing (Chart 11), as corporations raised the majority of their external funds through credit market debt[14].

Chart 11. Corporations reliance on debt slows

Chart 12. Share issuance overtakes borrowing



Clearly, this is no longer the case. There are two major factors that explain this change. First, the growth in internally-generated funds dampened corporations' recourse to credit markets. This would have been further affected by a softening in capital expenditure in the late 1990s and the early 2000s. Second, the 1990s witnessed strong demand for corporate equities, as net new share issuance overtook borrowing (Chart 12). From 1996-2005, net funds raised by corporations were primarily made up of share issues, reflecting strong stock markets. This development was driven, to a large extent, by the effects of significant increased demand for equity investments, in particular by institutional investors[15] and non-residents. This shift in the demand for borrowed funds has become more pronounced in the new millennium.

---

13. The corporate sector move to a net lending position has coincided with the non-resident sector becoming a net borrower of Canadian funds. The non-resident sector had been traditionally, up until approximately 1995, a net lender to Canada.

14. Bank loans, other loans, other short-term paper, mortgages, and bonds.

15. This demand emanated from the substantial growth in institutional investors' portfolios, in particular pension funds, segregated funds and mutual funds. The aging of the population has likely played a significant role in the increased demand, as these assets, in turn owned primarily by Canadian households, are often held as retirement related assets.

Weakened borrowing reflects short-term debt repayment

Corporations have been paying down their short-term debt – loans and short-term paper – at a significant clip in recent years, with repayments/retirements exceeding new borrowings in these markets[16] from 2001-2003. This pattern was consistent with reduced demand and the refinancing[17] of short-term debt in favour of longer-term debt instruments, which may have partially reflected corporations' interest rate expectations (as yield curves flattened). The shift in the composition of borrowing in favour of long-term debt (Chart 13) has resulted in almost 3.4 times more long-term than short-term debt being raised since 1995.

Chart 13. Go long, stop short

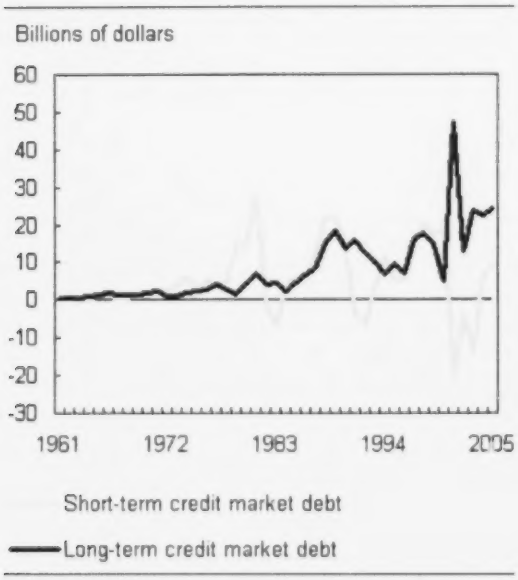
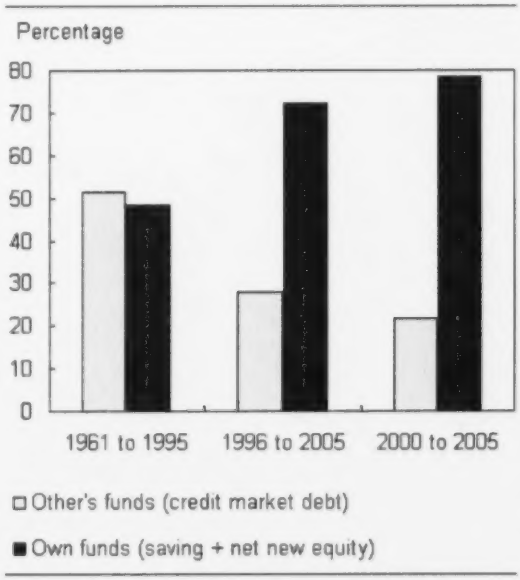


Chart 14. Less reliant on borrowed funds



The growth of equity relative to debt has been substantial

Over the last decade, corporate fund raising activity evolved significantly, and at the same time they were experiencing massive growth in saving. The result is that a greater proportion of sources of funds are arising from own funds – saving and share issues – than in the past. In this respect, the growth of equity relative to debt becomes even more pronounced when internally-generated savings or undistributed earnings are taken into account (Chart 14). In the last decade, corporations' sources of funds have mainly been dominated by own funds as opposed to borrowed (other's) funds. Since 2000, over 78 cents of every dollar of net funds raised has been in the form of saving and share issues.

16. This means that net transactions were negative.

17. This is defined as taking on new long-term debt to pay off short-term debt.

4. Impact of the surplus – Wealth generation and the restructuring of non-financial corporate finances

Record profits and slower non-financial investment, coupled with a downward trend in interest rates and strong gains in stock prices, have provided the opportunity for corporations to substantially restructure their balance sheets. This has taken the form of increased liquidity, strengthened inter-company investment abroad, reduced debt levels and a substantial increase in the equity base. In aggregate, corporate balance sheets are in their best shape in decades, and a closer look at the extent of this restructuring is warranted.

Financial assets have assumed increased importance

The composition of corporate assets has evolved substantially over the last 10 years with financial assets taking on increased importance (Chart 15). This is supported by increased cash holdings (domestic and foreign deposits) reflecting increased liquidity on the one hand (Chart 16) and inter-company investment and changing investment opportunities on the other.

Chart 15. Financial assets continue to advance

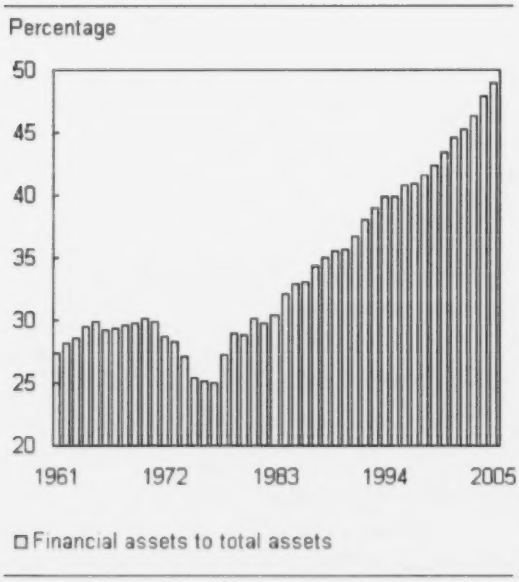
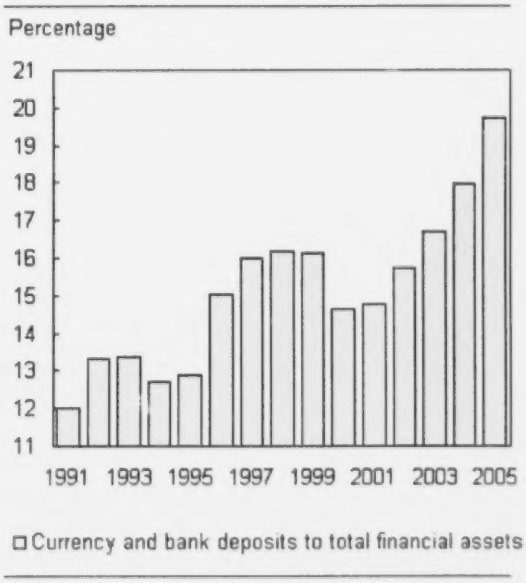


Chart 16. Cash investment increases relatively



Non-financial corporations have been stockpiling cash over the last decade, with the effect that they hold over 19% of the nation's domestic currency and deposits – a sharp contrast to the situation in the mid 1970s when they held slightly over 5%. Including portfolio investments, it is clear that liquid assets have assumed greater importance over this same period, thus minimizing liquidity risk. Inter-company investment positions have also increased in significance since 1992.

Debt picture much improved

The substantially reduced reliance on borrowed funds has contributed in large measure to improved corporate balance sheets. In addition, the slowing growth in credit market debt, combined with the shift in the composition of corporate liabilities in favour of longer term instruments (Chart 17) and the easing of interest rates over a number of years, has contributed to both lower leverage and interest burden (Chart 18)[18]. This has helped reduce the vulnerability of the sector against a significant rise in short term interest rates.

Chart 17. Short term debt pressure eases

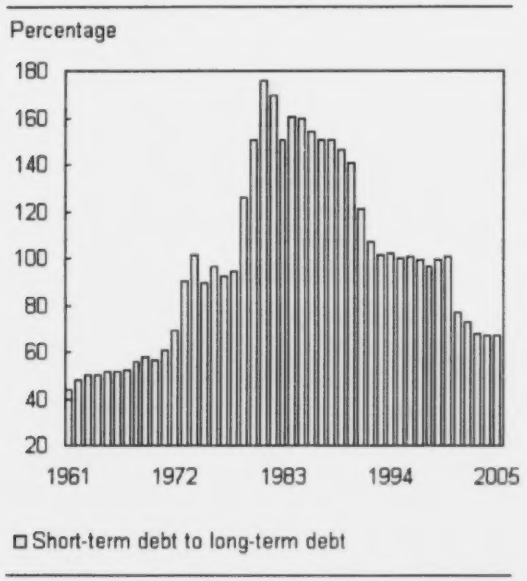
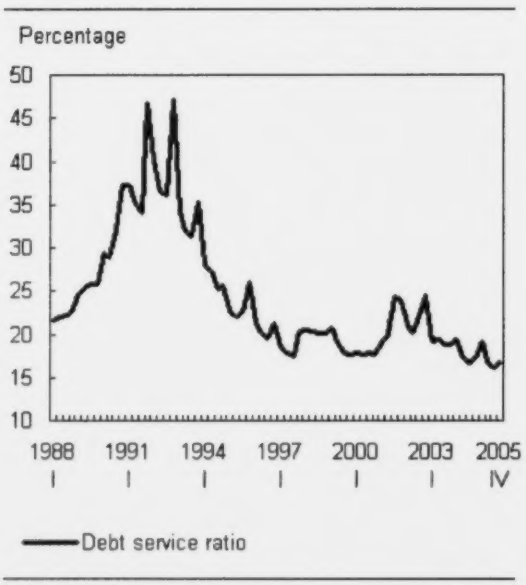


Chart 18. Overall debt burden continues lower



Liquidity improves substantially, as leverage continues to ease

Liquidity risk has also been substantially reduced (Chart 19). The liquidity of non-financial firms, as measured by the quick ratio – that is current assets[19] to current liabilities -, has improved markedly. This ratio has now reached a historical high, reflecting as much a substantial increase in liquid assets as a sharp reduction in short term liability growth.

18. Debt service ratio is defined as interest expense on borrowing as a percentage of profits before income tax, depreciation and interest expense on borrowing. See Quarterly Financial Statistics for Enterprises, Statistics Canada, Catalogue no. 61-008.

19. Excluding inventories as generally they are far less liquid than other current assets.

Chart 19. Record liquidity a feature of corporate balance sheets

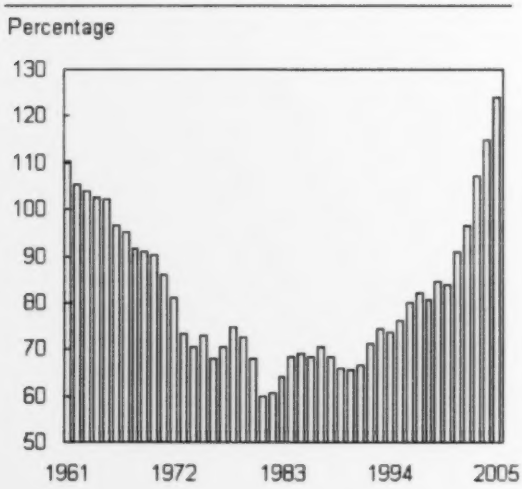
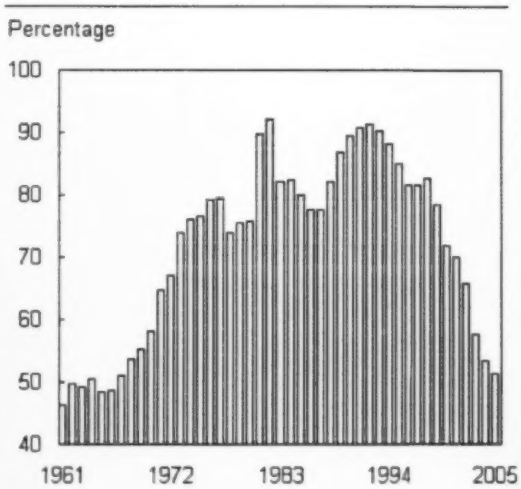


Chart 20. Corporate leverage continues to decline



Further, the changing relationship between debt and equity and the strength of internally-generated funds have combined to drive corporate leverage to a 38 year low. The ratio of credit market debt to shares outstanding plus retained earnings has reflected both economic cycles and structural changes beginning in the mid-1990s (Chart 20). All else being equal, lower leverage indicates that non-financial corporations are better equipped to confront unanticipated economic shocks, deal with interest rate fluctuations and/or to pursue new economic opportunities.

5. Summary and conclusion

Canadian corporations have a significant impact on the performance of the national economy, through their ability to invest on a large scale and their subsequent role in generating income and employment. A significant shift in their financial position is therefore worthy of analysis.

This note has identified the underlying causes, and the major effects, of the development of an expanding corporate surplus position. In short, non-financial corporations have taken advantage of record profits, historically low interest rates and relatively buoyant stock markets to substantially re-structure their balance sheets. It has reached the point where corporate finances, in aggregate, are the healthiest they have been in decades. The ultimate question is what this current situation implies for the economy, looking forward – specifically, with respect to the outlook for investment and economic growth. This is the subject of further research, but a few relevant points are made below.

Corporations finance investment from internally-generated funds and supply funds to the economy

The structural shifts in the composition of sectors' saving and related surplus/deficit positions have been substantial, most notably the generation of substantial corporate saving and surplus as described in this paper. Corporations have been increasingly supplying funds to the rest of the economy, including non-residents.

One issue might be whether there is sufficient saving in the economy to finance investment demand. While a reliance on household saving and funds from abroad have historically been significant, this is not currently the case. In fact, for the last 10 years or so, Canada has continued to generate more than enough funds to finance investment, despite the sharp declines in personal saving and the evolution of a personal sector deficit. The traditional relationship of "households save and corporations invest" has been inverted. Corporate sector saving currently dominates national saving, and exceeds business investment spending needs. One question might be how much of corporate undistributed earnings ultimately accrue to non-residents? Looking at re-invested earnings on foreign direct investment in Canada, there has been a declining trend in the proportion of foreign claims on Canadian business earnings since 2000.

Slowing of investment in recent years is multi-faceted ...

The slowing of capital expenditure in recent years may be the result of some loosely-related factors. One factor might be the gradual slowing of foreign direct investment in Canada, given the historical post-war significance of foreign subsidiaries in the Canadian economy. A further factor might be the possibility of capital overhangs, where some firms – in particular in the information and communications technologies (ICT) and telecommunication industry – may have over-invested in the late 1990s into the early part of the new millennium. Evolving corporate objectives may also have had some impact on slower capital spending. Investment does not only imply capital expenditure, but can also include various types of financial investment. This can include increased liquidity and/or decreased debt.

Another such investment is the indirect method of adding to a firm's productive capital by acquiring other firms, so as to achieve an overall reduction in operating costs, assume larger market share or to become more vertically or horizontally integrated to take advantage of medium-term opportunities. It could be argued that corporate takeovers are a more efficient means of acquiring capital, so as to avoid excess capacity in the face of fluctuating demand. Increased inter-company investment has been observed in recent years, with a great deal of this investment having taken place abroad. Does this suggest that with globalization firms may be shifting production offshore, attracted by lower costs or emerging markets outside of Canada[20]?

... but investment has picked up in 2005

In short, it might be that firms have been waiting for more profitable investment opportunities to arise, given economic uncertainties and the stock market correction of recent years, and thus have been exhibiting increased caution in their domestic capital spending plans. However, this appears to be changing.

Notably, quarterly data for 2005 have shown a firming in business capital expenditure, and there are indications that Canada is in the early stages of an upswing in the investment cycle[21]. If a pick-up in investment is in the cards, it is certainly supported by the relative strength of corporate financial positions in aggregate, as evidenced in this note. An obvious conclusion, at this point, is that Canadian corporations are well positioned to participate in the next investment boom.

Evidence suggests that long upswings in investment are generally preceded by periods of lower corporate leverage and accompanied by increases in corporate leverage. The cycle of strong real business investment in the 1960s (1961-1966) was characterized by historically low corporate leverage and high liquidity; the growth in real business capital spending in the 1968-1974 period was ushered in by relatively low levels of corporate leverage; and, the recovery in business investment after the 1981-1982 recession was precipitated by a sharp drop in debt-to-equity, as was the pick-up in 1993. The only departure with established history is that corporate leverage has continued to slide since 1992, largely due to a strong demand for corporate shares and undistributed earnings growth.

---

20. A perspective on the globalization of Canadian companies through the establishment of foreign affiliates can be gleaned by looking at Foreign Affiliate Trade Statistics (FATS) available from Balance of Payments Division, Statistics Canada.

21. See Long-run Cycles in Business Investment, Canadian Economic Observer, September 2005, Statistics Canada, Catalogue no. 11-010.

Further research warranted

This paper suggests that further analysis of the correlation between elements of corporations' financial health and investment patterns may be warranted. In addition, an analysis of retained profits by industry may serve to better shed light on the investment outlook. The role of direct investment flows and domestic capital expenditure by industry may also be usefully analyzed. Also, since the financial and wealth accounts data of the national accounts are available in substantial financial sector detail, a further look at the evolution of financial corporations' surplus, as a supplement to this paper, would also be worthwhile. Lastly, recent developments would support additional analysis of the shifts in the surplus-deficit positions of the other major sectors of the economy.

Glossary

Fixed capital investment (corporate sector): This expression covers all expenditures on buildings, engineering construction and machinery and equipment. It includes imports of used machinery and equipment, which constitute additions to domestic capital stock, and transfer costs on the sale of existing fixed assets (i.e. real estate commissions). Corporate sector fixed capital comprises two broad categories: non-residential structures and machinery and equipment. This expression is abbreviated as fixed capital in the capital and financial account and is synonymous to gross fixed capital formation.

Gross saving: Net saving plus capital consumption allowances.

Net saving: The current income of a sector, less its current expenditure. Includes current transfers but excludes capital consumption allowances and capital transfers; is synonymous to saving.

Non-financial capital acquisition: The gross fixed capital formation of a sector, plus its investment in inventories and its net acquisition of existing assets. It does not apply to the non-resident sector which, by definition, can only engage in financial investment.

Undistributed corporation profits: Corporation profits after taxes retained in Canada, less dividends paid to Canadian residents less charitable and other contributions.

Source: National Income and Expenditure Accounts.

Technical series

The Income and Expenditure Accounts Division (IEAD) has a series of technical paper reprints, which users can obtain without charge. A list of the reprints currently available is presented below. For copies, contact the client services representative at 613-951-3810 or write to IEAD, Statistics Canada, 21st Floor, R.H. Coats Building, Tunney's Pasture, Ottawa, Ontario, K1A 0T6. (Internet: iead-info-dcrd@statcan.ca)

1. "Laspeyres, Paasche and Chain Price Indexes in the Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, fourth quarter 1988.
2. "Technical Paper on the Treatment of Grain Production in the Quarterly Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1989.
3. "Data Revisions for the Period 1985-1988 in the National Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1989.
4. "Incorporation in the Income and Expenditure Accounts of a Breakdown of Investment in Machinery and Equipment", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, third quarter 1989.
5. "New Provincial Estimates of Final Domestic Demand at Constant Prices", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, fourth quarter 1989.
6. "Real Gross Domestic Product: Sensitivity to the Choice of Base Year", reprinted from *Canadian Economic Observer*, May 1990
7. "Data Revisions for the Period 1986 1989 in the National Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1990.
8. "Volume Indexes in the Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1990.
9. "A New Indicator of Trends in Wage Inflation", reprinted from *Canadian Economic Observer*, September 1989.
10. "Recent Trends in Wages", reprinted from *Perspectives on Labour and Income*, winter 1990.
11. "The Canadian System of National Accounts Vis-à-Vis the U.N. System of National Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, third quarter 1990.
12. "The Allocation of Indirect Taxes and Subsidies to Components of Final Expenditure", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, third quarter 1990.
13. "The Treatment of the GST in the Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1991.
14. "The Introduction of Chain Volume Indexes in the Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1991.
15. "Data Revisions for the Period 1987-1990 in the National Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, second quarter 1991.
16. "Volume Estimates of International Trade in Business Services", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, third quarter 1991.
17. "The Challenge of Measurement in the National Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, fourth quarter 1991.
18. "A Study of the Flow of Consumption Services from the Stock of Consumer Goods", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, fourth quarter 1991.
19. "The Value of Household Work in Canada, 1986", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1992.

20. "Data Revisions for the Period 1988-1991 in the National Income and Expenditure Accounts", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, Annual Estimates, 1980-1991.
21. "Cross-border Shopping - Trends and Measurement Issues", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, third quarter 1992.
22. "Reading Government Statistics: A User's Guide", reprinted from *Policy Options*, Vol. 14, No. 3, April 1993.
23. "The Timeliness of Quarterly Income and Expenditure Accounts: An International Comparison", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1993.
24. "National Income and Expenditure Accounts: Revised Estimates for the period from 1989 to 1992", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, Annual Estimates, 1981-1992.
25. "International Price and Quantity Comparisons: Purchasing Power Parities and Real Expenditures, Canada and the United States", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, Annual Estimates, 1981-1992.
26. "The Distribution of GDP at Factor Cost by Sector", reprinted from *National income and Expenditure Accounts*, third quarter 1993.
27. "The Value of Household Work in Canada, 1992", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, fourth quarter 1993.
28. "Assessing the Size of the Underground Economy: The Statistics Canada Perspective", reprinted from *Canadian Economic Observer*, May 1994.
29. "National Income and Expenditure Accounts: Revised Estimates for the period from 1990 to 1993", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 1994.
30. "The Canadian National Accounts Environmental Component: A Status Report", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, Annual Estimates, 1982-1993.
31. "The Tourism Satellite Account", reprinted from *National income and Expenditure Accounts*, second quarter 1994.
32. "The 1993 International System of National Accounts: Its implementation in Canada", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, third quarter 1994.
33. "The 1995 Revision of the National Economic and Financial Accounts", reprinted from *National Economic and Financial Accounts*, first quarter 1995.
34. "A Primer on Financial Derivatives", reprinted from *National Economic and Financial Accounts*, first quarter 1995.
35. "The Effect of Rebasing on GDP", reprinted from *National Economic and Financial Accounts*, second quarter 1996.
36. "Purchasing Power Parities and Real Expenditures, United States and Canada - An Update to 1998", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, third quarter 1999.
37. "Capitalization of Software in the National Accounts", *National Income and Expenditure Accounts technical series*, February 2002.
38. "The Provincial and Territorial Tourism Satellite Accounts for Canada, 1996", *National Income and Expenditure Accounts technical series*, April 2002.
39. "Purchasing Power Parities and Real Expenditures, United States and Canada", reprinted from *National Income and Expenditure Accounts*, first quarter 2002.
40. "The Provincial and Territorial Tourism Satellite Accounts for Canada, 1998", *National Income and Expenditure Accounts technical series*, June 2003.

41. "Government revenue attributable to tourism, 1998", *National Income and Expenditure Accounts technical series*, September 2003.

42. "Chain Fisher Index Volume Methodology", *National Income and Expenditure Accounts*, November 2003.

43. "Trends in provincial and territorial economic statistics: 1981-2002", *National Income and Expenditure Accounts*, November 2003.

44. "The 1997-2003 Revisions of the National Tourism Indicators", *National Income and Expenditure Accounts*, October 2004.

45. "A study of data revisions to the National Tourism Indicators", *National Income and Expenditure Accounts*, October 2004.

46. "Provincial and Territorial Economic Accounts", *National Income and Expenditure Accounts*, November 2004.

47. "Revisions to the Canadian National Tourism Indicators", *National Income and Expenditure Accounts*, January 2005.

48. "Canadian Tourism Satellite Accounts, 2000", National Income and Expenditure Accounts technical series, October 2005.

49. "Trends in Saving and Net Lending in the National Accounts", National Income and Expenditure Accounts technical series, November 2005.

N° 13-604-MIF au catalogue — N° 050
ISSN : 1707-1844
ISBN : 0-662-71481-4

Document de recherche

Comptes des revenus et dépenses série technique

Tendances récentes du financement des sociétés: éléments de preuve provenant du Système de comptabilité nationale du Canada

par Allan Tomas

Division des comptes des revenus et dépenses
21e étage, Immeuble R.H. Coats, Ottawa, K1A 0T6

Téléphone: 1 613 951-3640

Statistique Canada Statistics Canada

Canada

Tendances récentes du financement des sociétés : éléments de preuve provenant du Système de comptabilité nationale du Canada

Les sociétés ont enregistré des profits records au cours durant presque toute la dernière décennie. De plus, leur investissement en capital fixe a été relativement léthargique au cours des dernières années. Cette situation a conduit à un remaniement appréciable de leur position de prêt net/emprunt net, les sociétés étant passées d'une position de déficit chronique à une position d'excédent soutenu. Au terme de près de 30 années de déficit, les sociétés dégagent d'importants excédents depuis 10 ans. Cela a conféré un nouveau rôle au secteur des sociétés, à savoir celui qui consiste à alimenter en capitaux les autres secteurs économiques et ce, de façon croissante.

La présente note examine ces faits nouveaux sous plusieurs angles, en se concentrant sur les sociétés non financières. Elle cerne les causes sous-jacentes d'une position excédentaire croissante des sociétés et en examine les principaux effets. En bref, les sociétés non financières ont misé sur des bénéfices records, des taux d'intérêt historiquement bas et des marchés boursiers relativement vigoureux pour remanier en grande partie leur bilan. À telle enseigne que les finances des sociétés, examinées dans leur ensemble, n'ont pas été aussi robustes depuis des décennies.

Ottawa
Mars 2006

N° 13-604-**MIF** n° 50 au catalogue
ISSN : 1707-1844
ISBN : 0-662-71481-4

N° 13-604-**MPB** n° 50 au catalogue
ISSN : 1707-1828
ISBN : 0-662-49071-1

Publication autorisée par le ministre responsable de Statistique Canada

© Ministre de l'Industrie, 2005

Tous droits réservés. Le contenu de la présente publication peut être reproduit, en tout ou en partie, et par quelque moyen que ce soit, sans autre permission de Statistique Canada sous réserve que la reproduction soit effectuée uniquement à des fins d'étude privée, de recherche, de critique, de compte rendu ou en vue d'en préparer un résumé destiné aux journaux, et/ou à des fins non commerciales. Statistique Canada doit être cité comme suit : Source (ou « Adapté de », s'il y a lieu) : Statistique Canada, nom du produit, numéro au catalogue, volume et numéro, période de référence et page(s). Autrement, il est interdit de reproduire quelque contenu de la présente publication, ou de l'emmagasiner dans un système de recouvrement, ou de le transmettre sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, reproduction électronique, mécanique, photographique, pour quelque fin que ce soit, sans l'autorisation écrite préalable des Services d'octroi de licences, Division du marketing, Statistique Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0T6.

Le papier utilisé dans la présente publication répond aux exigences minimales de l' "American National Standard for Information Sciences" - "Permanence of Paper for Printed Library Materials", ANSI Z39.48 1984.

♾

Table des matières

Introduction 2

Dégagement d'excédents de sociétés – ensemble des sociétés et sociétés non financières 3

Affectation de l'excédent – Examen approfondi du compte financier des sociétés non financières 7

Effet de l'excédent – production de richesse et restructuration financière des sociétés non financières 12

Sommaire et conclusion 14

Glossaire 17

Série technique 18

Tendances récentes du financement des sociétés : constatations provenant du Système de comptabilité nationale du Canada

1. Introduction

Au cours d'une bonne partie de la dernière décennie, les sociétés ont, dans l'ensemble, réalisé des bénéfices records. Cependant, leurs investissements en capital fixe ont été relativement léthargiques ces dernières années. L'effet conjugué de ces deux facteurs a inversé la position de prêt net/d'emprunt net du secteur des sociétés, laquelle est passée d'un déficit chronique à un excédent durable (voir encadré 1). Au terme de près de 30 années de déficit, les sociétés dégagent d'importantes positions excédentaires depuis 10 ans.

Dans un même temps, l'économie a subi d'importantes mutations structurelles sous l'aspect des positions de prêt net/d'emprunt net des secteurs[1]. Les secteurs des ménages et non-résidents qui, du point de vue historique, étaient en situation excédentaire, sont passés en situation déficitaire, tandis que les secteurs qui ont le plus souvent été en déficit – sociétés et administrations publiques – dégagent maintenant des excédents. La situation a conféré un nouveau rôle au secteur des sociétés, qui accorde de plus en plus de financement aux autres secteurs de l'économie.

La présente étude examine le phénomène de l'excédent des sociétés sous différents angles en mettant l'accent sur les sociétés non financières. Dans un premier temps, nous nous pencherons sur la position de prêt net et ses principales composantes, soit l'épargne et l'investissement non financier. Nous nous intéresserons également à l'utilisation faite des excédents des entreprises et à l'évolution de la composition de leur financement. En dernier lieu, nous discuterons de la restructuration des bilans des sociétés.

Encadré 1: Prêt net (excédent) ou emprunt net (déficit) dans les comptes nationaux

Le secteur des sociétés et des entreprises publiques est l'un des quatre grands secteurs qui constituent le Système de comptabilité nationale du Canada (SCNC), les trois autres étant les particuliers et entreprises individuelles; les administrations publiques; et les non-résidents. Au cours d'une période donnée, un secteur dégage des revenus et engage des dépenses courantes. Le solde obtenu après avoir soustrait les dépenses du revenu est appelé épargne (concept qualifié de bénéfices non répartis dans le cas des sociétés). L'addition de la provision pour consommation de capital et de l'épargne donne l'épargne brute d'un secteur, appelée souvent « fonds autogénérés ». De plus, chaque secteur acquiert du capital non financier sous forme de capital fixe, de stocks et d'actif existant. L'écart entre les fonds autogénérés (augmentés des transferts de capital) et les dépenses d'investissement représente sa position de prêt net ou d'emprunt net – soit l'excédent ou le déficit.

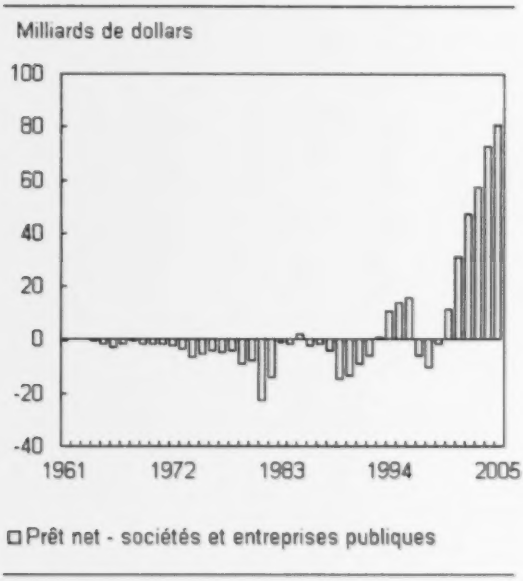
Les opérations financières témoignent également de l'excédent ou du déficit. Le plus souvent, l'excédent correspondrait à l'investissement dans l'actif financier et/ou à la diminution du passif; un déficit serait associé à des emprunts et/ou à l'émission d'actions (dans le cas de sociétés) et/ou à une réduction de l'investissement financier. En réalité, eu égard au nombre important d'agents économiques que compte chaque secteur de l'économie et de la complexité des besoins financiers, l'ensemble des activités susmentionnées peuvent avoir lieu en situation d'excédent ou de déficit, bien qu'à des degrés d'intensité différents. L'excédent ou le déficit d'un secteur donné peut également être calculé sous forme d'investissement financier net – c'est-à-dire opérations sur actif financier MOINS opérations sur passif.

1. *Voir Tendances sur le plan de l'épargne et du prêt net dans les comptes nationaux, série technique des comptes des revenus et dépenses, Statistique Canada, n° 13-604 au catalogue – n°49.*

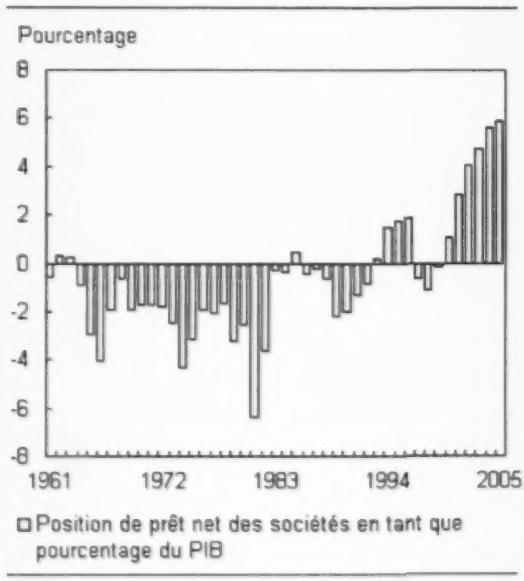
2. Dégagement d'excédents de sociétés – ensemble des sociétés et sociétés non financières

Les sociétés ont affiché une position de prêt net record[2] de 80,6 milliards de dollars en 2005 (tableaux 1et 2). La tendance a été amorcée de 1993 à 1996, lorsque quatre excédents d'affilée ont été enregistrés, tandis qu'un seul avait été dégagé au cours des 29 années précédentes. À la suite d'une légère glissade vers une position déficitaire de 1997 à 1999, le secteur s'est redressé et a accumulé d'importants excédents ces six dernières années.

Graphique 1 : Les sociétés affichent des excédents sans précédent



Graphique 2 : Position de prêt net des sociétés en tant que pourcentage du PIB



Le passage des sociétés à une position excédentaire contraste nettement avec la situation historique

Les positions excédentaires que nous connaissons ont peu de commune mesure avec la situation d'il y a à peine 15 ans. Historiquement, les sociétés ont accusé des déficits, l'acquisition de capital non financier ayant dépassé les fonds autogénérés.

Le secteur a atteint une position déficitaire record, 22,8 milliards de dollars, en 1981. La récession profonde de 1981-1982, marquée par des taux d'intérêt nominaux qui ont atteint un sommet historique, était annonciatrice de la chute vertigineuse des bénéfices des sociétés et, en dépit d'un ralentissement appréciable des dépenses en capital fixe, les sociétés sont demeurées en situation déficitaire. Cette situation a persisté pendant la plus grande partie de cette décennie, jusqu'à la récession suivante qui a commencé au milieu des années 1990. Toutefois, la situation ne devait pas tarder à se redresser : le déficit s'est rétréci jusqu'en 1992, puis des excédents ont été réalisés en 1993 et pendant les quelques années suivantes, jusqu'en 1996. L'expansion économique de la décennie écoulée a concouru à porter les bénéfices des sociétés à des niveaux sans précédent. En effet, les bénéfices non répartis ont progressé de près de 16 % par an en moyenne depuis 1995.

La position déficitaire de la fin des années 1990 a été de courte durée. En 1997, les bénéfices non répartis des sociétés ont chuté, et l'acquisition de capital non financier s'est fortement accentuée. En 1998, les bénéfices non répartis ont reculé à nouveau (-17 %), soit le plus important recul observé depuis le début de la période de croissance en 1993, tandis que les sociétés nord-américaines encaissaient les contrecoups d'événements tels la dégringolade des prix des produits de base et la crise économique asiatique.

2. *Depuis 1961, année où a débuté la compilation des données.*

Cela dit, une forte remontée des gains, conjuguée au ralentissement récent de la croissance des dépenses en capital, a placé le secteur des sociétés dans une position excédentaire grandissante depuis 2000. L'incidence tant des bénéfices non répartis que des dépenses en capital sur l'évolution à long terme de la position des excédents/déficits des entreprises est remarquable (tableau 1).

Tableau 1 : Ensemble des sociétés, taux moyens de croissance annuelle choisis

Éléments du compte de capital	De 1961 à 1991[1]	De 1995 à 2005
Épargne brute	8,6 %	9,6 %
Épargne nette	4,0 %	17,0 %
Note : bénéfices non répartis	4,4 %	15,6 %
Acquisition de capital non financier	11,4 %	6,9 %
Capital fixe	11,5 %	6,4 %

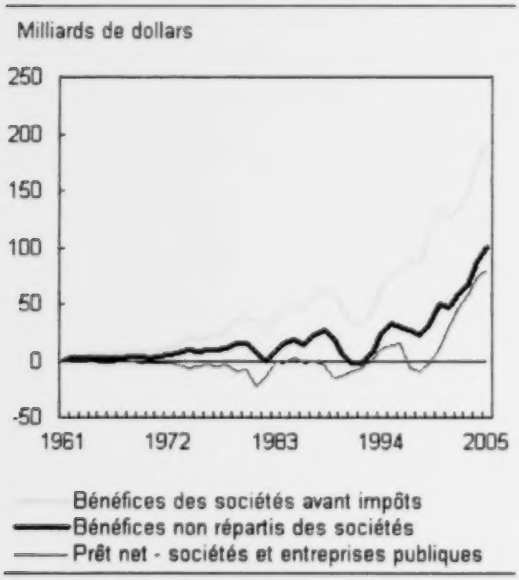
1. La période ne comprend pas 1982-1983, à cause des variations extrêmement volatiles de l'épargne nette et des bénéfices non répartis des sociétés (allant d'une croissance négative à une croissance fortement positive) à la fin de la récession et au début de la période d'expansion. Pour des motifs comparables, la période de 1992-1994 a été exclue de la période actuelle dans le calcul illustré ci-dessus.

2. Source : Comptes nationaux des revenus et dépenses (les définitions se trouvent dans le glossaire)

Les bénéfices alimentent l'excédent, tandis que l'accumulation des bénéfices non répartis s'accélère

Les bénéfices ont été le principal facteur à l'origine de l'excédent de prêt net des sociétés pour la majorité des années de la décennie écoulée (graphique 3). Exception faite de quelques courtes interruptions (par exemple, au moment de la débâcle technologique de 2001), les bénéfices des sociétés suivent une tendance haussière prononcée depuis 1992 environ.

Graphique 3 : La hausse des bénéfices place les sociétés dans une position excédentaire globale



Graphique 4 : Les investisseurs acceptent des rendements accrus du marché boursier plutôt que des dividendes

Des ratios de distribution de dividendes agrégés[3] historiquement faibles ont contribué à porter les bénéfices non répartis à un niveau record en 2005. La diminution des dividendes servis par les sociétés laisse entendre que les actionnaires ont été disposé à conserver les bénéfices au sein des entreprises et ont privilégié des sources de rendement autres. Les sommets records atteints en bourse ont contribué à hausser la situation financière des actionnaires (graphique 4).

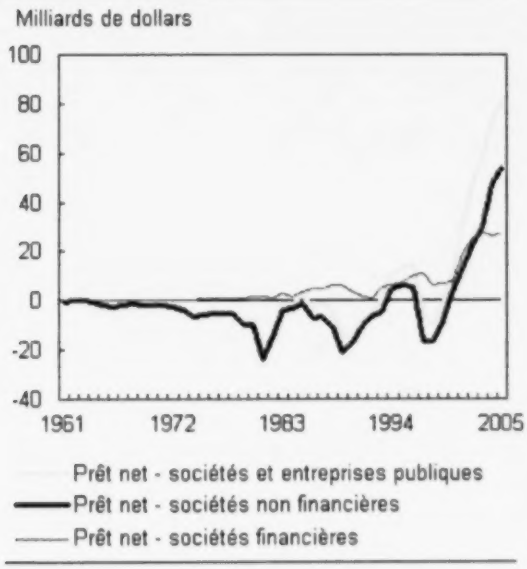
Les sociétés non financières au premier rang par la hausse de leur excédent

Historiquement, les sociétés financières ont connu des positions excédentaires modestes. En raison de la nature de leurs activités, elles n'effectuent pas d'importants investissements en capital fixe. Par conséquent, la hausse de leur excédent ces dernières années est principalement due à une forte progression des bénéfices non répartis. Le surplus du secteur financier a augmenté de façon appréciable depuis 2000, surtout sous l'effet de bénéfices record réalisés par les industries des banques à charte et des assurances.

Toutefois, la situation excédentaire a surtout évolué dans le secteur des sociétés non financières. En 2003, l'excédent a rejoint celui des sociétés financières pour la première fois en 40 ans (graphique 5), et a atteint un sommet historique en 2005. Pour cette raison, la présente analyse se concentre sur les sociétés privées non financières[4], qui dégagent une forte tendance du prêt net, affichant un excédent de 55,8 milliards de dollars en 2005 (graphique 6).

Les excédents accrus des sociétés non financières découlent d'une demande intérieure et étrangère importante de biens et de services canadiens. Les dépenses records des particuliers ont augmenté les revenus des sociétés. De plus, l'accroissement rapide des exportations canadiennes a contribué à un important excédent du compte courant et a abondamment garni les coffres des sociétés de rentrées de fonds étrangères. La tendance à la baisse des taux d'intérêt a également concouru à bonifier les résultats nets, en réduisant les coûts de financement des entreprises et en facilitant les emprunts des ménages.

Graphique 5 : Les sociétés non financières sont à l'origine du prêt net global des sociétés



Graphique 6 : L'épargne conduit les sociétés non financières à un excédent global

3. Dividendes servis en tant que pourcentage des bénéfices des sociétés après impôt.

4. L'analyse ne tient pas compte des entreprises publiques non financières (EPNF). Y compris les EPNF, l'excédent atteindrait 53,9 milliards de dollars en 2005.

Les industries non financières ont pour la plupart vu croître leur bénéfice net avant impôt[5] puisque 15 groupes d'industries sur 17[6] ont affiché une croissance positive de 2001 à 2005. Qui plus est, depuis 1999, bon nombre des industries non financières connaissent un bénéfice net positif avant impôt. Cela donne à entendre que les bénéfices non répartis sont aussi raisonnablement distribués entre les secteurs.

Les industries[7] suivantes, entre autres, ont exercé la plus forte incidence sur la hausse des bénéfices depuis 2000 : pétrole et gaz, mû par des prix records des produits de base; commerce de détail, porté par la demande intérieure soutenue des ménages; commerce de gros, qui a bénéficié de marchés d'exportation vigoureux; et immobilier, animé principalement par un marché du logement qui bat son plein.

La diminution des dépenses d'investissement des sociétés non financières contribue également à l'excédent

Des dépenses en capital moindres sont également cause de la situation excédentaire des sociétés non financières. Au cours de la décennie écoulée, l'acquisition de capital par les sociétés non financières a été largement inférieure à son taux d'épargne; elle ne s'est chiffrée en moyenne qu'à 4 % par année depuis 1998, ce qui contraste nettement avec le taux de croissance supérieur à 10 enregistré au cours des décennies précédentes. Notamment, l'apathie à ce chapitre est à mettre surtout sur le compte des dépenses en machines et matériel (graphique 7)[8].

Les sociétés non financières sont à l'origine de la plus grande part de l'investissement en capital engagé par les sociétés, et l'investissement en capital fixe effectué par les sociétés privées non financières représentent la plus grande masse de l'acquisition totale de capital non financier par le secteur des sociétés (près de 90 % depuis 1998)[9]. L'investissement en nouveau capital fixe est l'élément dominant de l'acquisition de capital non financier, et une relation inverse appréciable est à constater entre l'investissement en nouveau capital fixe et le prêt/l'emprunt net (graphique 8). Cela s'inscrit dans la ligne du rôle joué par l'investissement dans la formation l'excédent depuis 1998.

---

5. *Le bénéfice net avant impôt est un concept du SCNC qui n'est pas publié par secteur. Toutefois, le SCNC tire ses données de la Division de l'organisation et des finances de l'industrie (DOFI), lesquelles sont comparables à celles du bénéfice net avant impôt des sociétés que la DOFI fait paraître par industrie.*

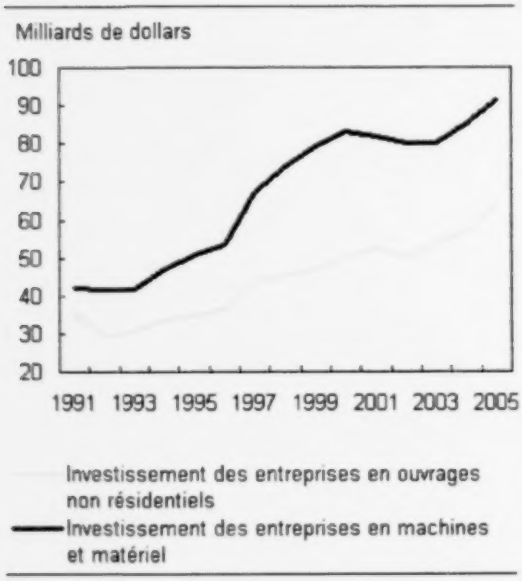
6. *Rassemblement de toutes les sociétés non financières en 17 groupes d'industries selon le Système de classification des industries de l'Amérique du Nord (SCIAN Canada 2002). Consulter Statistiques financières trimestrielles des entreprises, Statistique Canada, nº 61-008 au catalogue, pour obtenir plus de détails quant à la catégorisation des industries.*

7. *Le secteur manufacturier, qui a affiché une certaine croissance de son en 2003-2004 bien qu'elle n'ait pas égalé les niveaux atteints en 1999-2000. En 2005, la contribution de l'industrie de la fabrication aux bénéfices avant impôts des industries non financières est descendue à son plus bas niveau depuis 1992.*

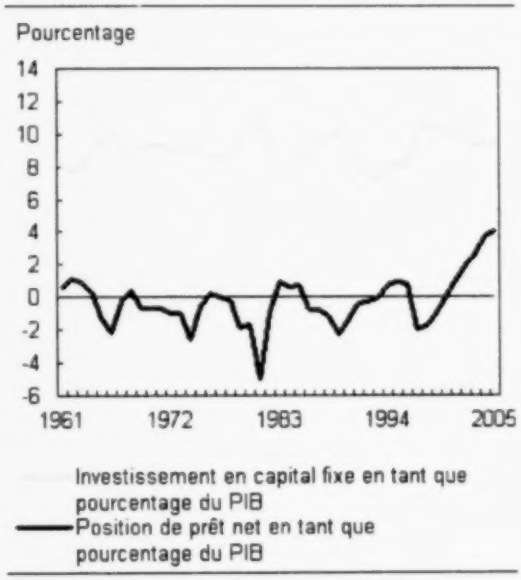
8. *Depuis 2002, la montée du taux de change pourrait avoir contribué à la réduction des dépenses en machines et en matériel.*

9. *Nota : Après avoir été à l'origine de plus de 18 % de la totalité de l'acquisition de capital non financier de 1961 à 1996, les entreprises publiques non financières ont porté à moins de 7 % leur part de cette forme d'acquisition au cours des neuf dernières années. (Les entreprises publiques non financières ont été des emprunteurs nets au sein du secteur financier de 1961 à 1996 et de 2003 à 2005. Elles n'ont affiché des excédents que de 1997 à 2002. Cela s'explique en partie par la chute rapide de leurs acquisitions de capital non financier au cours de la période.)*

Graphique 7 : Le ralentissement de l'investissement dans les machines et le matériel devient manifeste



Graphique 8 : Le prêt net des sociétés augmente, tandis que l'investissement des entreprises ralentit



3. Affectation de l'excédent – Examen approfondi du compte financier des sociétés non financières

Le dégagement d'un excédent appréciable des sociétés ces dernières années témoigne du fait que les bénéfices non distribués ont largement dépassé les besoins en investissement de capital. Cela porte à croire à une modification du comportement des sociétés en ce qui a trait à l'investissement. Il ne fait aucun doute que les tendances de l'investissement des entreprises ont évolué alors que l'excédent augmentait.

L'excédent peut être mis en perspective grâce à un examen de la provenance et de l'utilisation des fonds des sociétés (voir encadré 2). À la suite de la hausse prononcée des fonds autogénérés ces dernières années, l'utilisation des fonds – à des fins autres que l'investissement non financier – a pris de l'ampleur. Comme les fonds excédentaires doivent forcément être utilisés, leur utilisation s'est déplacée vers divers types d'investissement financier. Plus particulièrement, les mises de fonds ont augmenté dans diverses catégories d'actif financier, et les entreprises se sont attachées au remboursement de l'encours de la dette, ce dont témoignent les Comptes des flux financiers (CFF).

Encadré 2 : Provenance et utilisation des fonds des sociétés non financières	
Provenance des fonds	
Interne	Épargne (bénéfices non répartis)
	Provision pour consommation de capital
	Transferts de capital
Externe	Diminution de l'actif financier
	Engagement de passif financier et émission de titres de participation (peut comprendre l'investissement direct étranger au Canada)
Utilisation des fonds	
Non financière	Acquisition de capital non financier
Financière	Investissement dans l'actif financier, y compris actifs liquides et investissement entre sociétés (peut comprendre l'investissement direct canadien à l'étranger)
	Diminution de l'actif financier et rachats d'actions

L'investissement financier est en forte hausse ces dernières années

Les sociétés ont affecté une part grandissante de leurs fonds à l'investissement financier depuis quelques années. Tant l'investissement de portefeuille que l'investissement entre les sociétés ont contribué à des acquisitions appréciables d'instruments financiers.

Encaisse et autres investissements de portefeuille en forte hausse depuis 2000

D'importants flux d'investissement financier ont été affectés à des actifs liquides et à d'autres investissements de portefeuille depuis 2000. Notamment, l'argent liquide et les dépôts bancaires (au pays et à l'étranger) et d'autres catégories d'investissement de portefeuille ont augmenté de façon prononcée.

D'abondants nouveaux flux de liquidités sont à signaler, tandis que progressaient les bénéfices et diminuaient les dépenses en capital. Les hausses des flux de liquidité ont été les plus importantes de 2001 à 2005 (graphique 9). L'argent liquide et les dépôts bancaires ont augmenté à la fois en proportion de l'investissement qu'ils constituent et en tant que part de l'investissement total des sociétés, et leurs flux sont à l'origine d'une part grandissante des flux totaux de dépôts dans l'économie. En outre, les placements de portefeuille dans des titres d'emprunt et d'autres éléments d'actif financier constituent en partie des investissements financiers passifs témoignant de l'utilisation faite de l'excédent, en hausse ces dernières années.

Graphiques 9 : L'investissement entre sociétés et en espèces de plus en plus en vogue

Graphiques 10 : L'investissement entre sociétés et en espèces de plus en plus en vogue

L'investissement entre sociétés témoigne de la vague de prises de contrôle par investissement direct

La dernière décennie a été marquée par la montée de l'investissement entre sociétés[10], situation qui témoigne de la vague des fusions et acquisitions d'entreprises amorcée à la fin des années 1990 (graphique 10). Une part importante de l'investissement entre sociétés a été canalisée vers l'étranger. Cela porte à croire que les sociétés ont poursuivi leur investissement en capital non financier, mais dirigé de plus en plus à l'étranger.

Les créances sur les filiales et des sociétés associées étrangères sont au coeur de l'investissement entre sociétés

Depuis 1995, les sociétés non financières ont engagé plus de 256 milliards de dollars sous forme d'investissement entre sociétés. Cela représente près de 32 % de la totalité des mises de fonds que les sociétés non financières ont engagées dans des actifs financiers au cours de la période. La montée de l'investissement entre sociétés effectué par les sociétés non financières est attribuable en grande partie à l'investissement direct à l'étranger, comme la tendance de l'investissement entre sociétés engagé par des entreprises non financières est en étroite corrélation avec l'investissement canadien direct à l'étranger (IDCE)[11]. À preuve, depuis 1995, les sociétés canadiennes ont investi 231 milliards de dollars[12] dans des en activité dans des secteurs non financiers. Un examen étroit de l'IDCE met la situation en perspective. Les années 1997-1998 et 2000-2001 figurent parmi

10. Ce que traduisent les créances des entreprises telles qu'elles figurent dans les Comptes des flux financiers et les comptes du bilan national. Les créances des entreprises englobent les placements en actions, les titres de créance négociables et les prêts et avances consentis à des sociétés associées.

11. Bien qu'il n'existe aucune comparaison directe de l'investissement entre sociétés effectué par les entreprises non financières et l'investissement direct canadien à l'étranger (IDCE), il est supposé que la plus grande part de l'IDCE engagé par les sociétés canadiennes se situe dans leur industrie respective. À titre d'exemple, une société mère du secteur énergétique investirait dans une filiale du même secteur. Toutefois, il n'est pas à écarter qu'une société de portefeuille du secteur financier engage des fonds dans un secteur non financier. Nous avons renoncé à une certaine part de précision pour la circonstance afin de souligner une tendance importante. Les particularités de l'IDCE ventilé par industrie se trouvent au document intitulé Balance des paiements internationaux du Canada, Statistique Canada, nº 67-001 au catalogue.

celles qui sont caractérisées par une activité intense de fusion et d'acquisition par investissement direct. Or ce sont les années mêmes où les entreprises non financières commençaient tout juste à sortir de leur situation déficitaire. Plus récemment (en 2002-2003 et en 2005), les flux de l'IDCE étaient surtout constitués d'injections de capitaux à des sociétés affiliées déjà existantes[13].

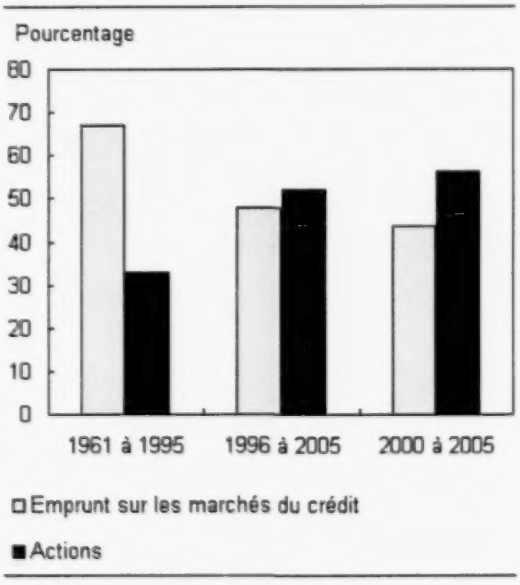
Le rapatriement d'intérêts canadiens sous contrôle étranger – autre utilisation des fonds – a joué un rôle dans la diminution de l'investissement direct étranger au Canada (IDEC) au cours des dernières années (notamment en 2004). Par surcroît, les niveaux réduits d'IDEC ont peut-être un rapport avec l'investissement non financier stagnant qu'a connu le Canada ces dernières années.

La baisse de la demande de fonds d'emprunt coïncide avec l'excédent

Dans l'ensemble, la demande de fonds d'emprunt par les sociétés non financières a sensiblement diminué au cours des 10 dernières années. Jusqu'au milieu des années 1990, l'acquisition de capital non financier et l'emprunt étaient en étroite corrélation (graphique 11), tandis que les sociétés recueillaient la plus grande part de leurs fonds de provenance externe en contractant des emprunts sur les marchés du crédit[14].

Graphique11: Les sociétés délaissent l'endettement

Graphique 12 : L'émission d'actions rattrape l'emprunt



De toute évidence, la situation n'est plus la même. Deux principaux facteurs expliquent le revirement. D'abord, la croissance des fonds autogénérés a freiné le recours des sociétés aux marchés du crédit. Le ralentissement des dépenses en capital à la fin des années 1990 et au début des années 2000 aurait également influé sur la situation. Deuxièmement, les années 1990 ont été marquées par une forte demande d'actions de sociétés, cependant que l'émission nette d'actions rattrapait l'emprunt (graphique 12). De 1996 à 2005, les fonds nets touchés par les sociétés provenaient principalement d'émissions d'actions, situation qui reflète la robustesse des marchés boursiers. La situation était notamment attribuable à la demande sensiblement accrue de titres de participation,

12. Les flux nets de l'investissement canadien direct à l'étranger lorsque les bénéfices réinvestis sont exclus. Voir Balance des paiements internationaux du Canada, Statistique Canada, nº 67-001 au catalogue.

13. Lorsque le secteur des sociétés s'est trouvé dans une situation de prêt net, le secteur des non-résidents est devenu un emprunteur net de fonds canadiens. Traditionnellement et jusqu'à environ 1995, le secteur des non-résidents avait été un prêteur net pour le Canada.

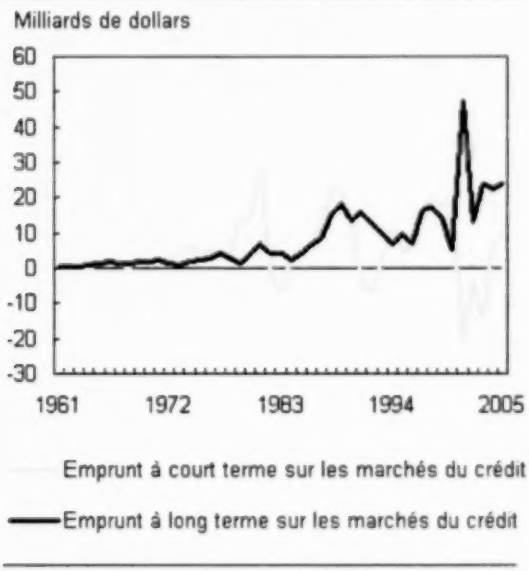
14. Emprunts bancaires, autres emprunts, autres effets à court terme, hypothèques, obligations.

surtout de la part des investisseurs institutionnels[15] et des non-résidents. Ce revirement de la demande de fonds d'emprunt s'est accentué au début du nouveau millénaire.

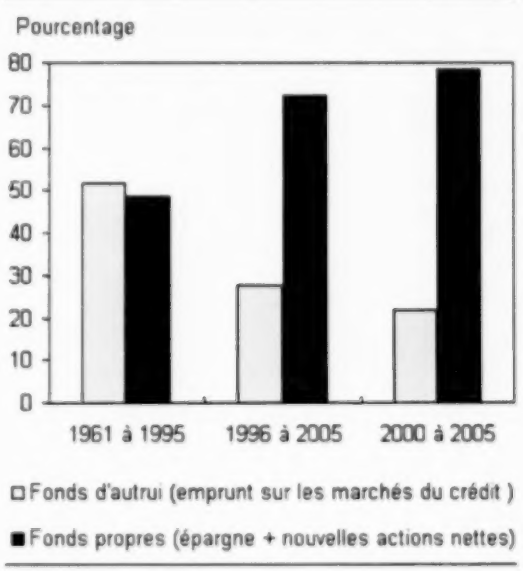
La plus faible demande de fonds d'emprunt témoigne du remboursement de la dette à court terme

Les sociétés remboursent leur dette à court terme – composée d'emprunts et d'effets à court terme – à vive allure depuis quelques années, si bien que, de 2001 à 2003, le montant des remboursements et des rachats a dépassé celui des nouveaux emprunts sur les marchés concernés[16]. La tendance s'inscrivait dans la ligne de la demande réduite d'emprunts à court terme et du refinancement[17] de l'encours de la dette à court terme au moyen d'instruments d'emprunt à long terme, et elle traduisait peut-être, en partie, les attentes des sociétés vis-à-vis des taux d'intérêt (au moment où les courbes de rendement demeuraient stables). L'évolution de la composition des emprunts en faveur de la dette à long terme (graphique 13) a fait que la valeur des emprunts à long terme contractés depuis 1995 est près de 3,4 fois celle des emprunts à court terme.

Graphique 13 : Le long terme a la cote



Graphique 14 : Dépendance moindre des fonds empruntés



La hausse des capitaux propres a de loin devancé celle de l'endettement

Au cours de la dernière décennie, les sociétés ont modifié sensiblement leurs activités de financement, au moment même où elles accumulaient des volumes d'épargne prodigieux. Il s'ensuit que, plus que par le passé, leur financement provient de source interne, sous forme d'épargne et d'émissions d'actions. Dans cette optique, la progression des capitaux propres en regard de l'endettement est encore plus importante si l'épargne et les bénéfices non répartis autogénérés sont pris en compte (graphique 14). Depuis 10 ans, les sociétés ont recouru

15. La demande découlait de l'expansion appréciable des portefeuilles des investisseurs institutionnels, notamment les caisses de retraite, les caisses en gestion distincte et les fonds communs de placement. Le vieillissement de la population a probablement fortement influencé à la hausse la demande, comme les actifs, qui appartiennent principalement à des ménages canadiens, ont souvent pour fonction le financement de la retraite.

16. Cela signifie que les transactions nettes étaient négatives.

17. Le concept consiste, par définition, à contracter des emprunts à long terme afin de rembourser des emprunts à court terme.

principalement à leurs propres fonds plutôt qu'à des fonds empruntés (d'autrui). Depuis 2000, plus de 0,78 $ par dollar de fonds nets recueillis proviennent de d'épargnes et d'émissions de titres.

4. Effet de l'excédent – production de richesse et restructuration financière des sociétés non financières

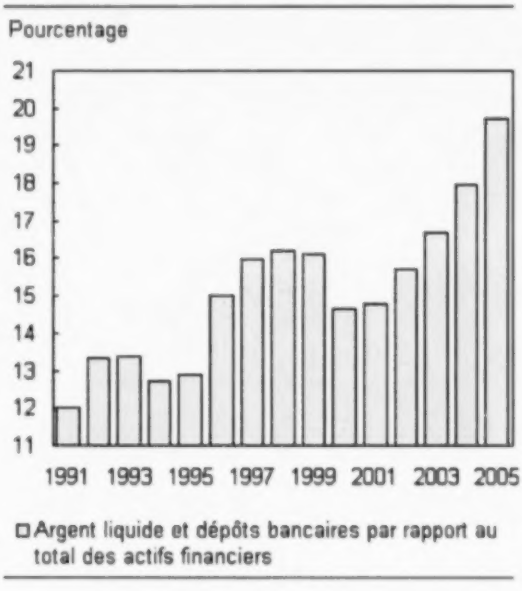
Des bénéfices records et la diminution de l'investissement non financier, conjugués à la tendance baissière des taux d'intérêt et à la forte progression du cours des actions, ont fourni aux sociétés l'occasion de remanier à fond leur bilan. Il s'en est suivi l'augmentation des liquidités, l'intensification de l'investissement entre sociétés à l'étranger, la diminution de l'endettement et une hausse notable les avoirs. Dans l'ensemble, les bilans des sociétés n'ont pas été aussi luisants depuis des décennies, ce qui justifie un examen de l'ampleur des remaniements.

L'actif financier a gagné en importance

La composition de l'actif des sociétés a sensiblement évolué depuis 10 ans, l'actif financier, notamment, ayant gagné en importance (graphique 15). La situation prend appui sur des encaisses enrichies (dépôts au pays et à l'étranger) qui reflètent, d'une part, de la hausse des liquidités (graphique 16) et, d'autre part, de l'investissement entre sociétés et de la mutation des occasions d'investissement.

Graphique 15 : L'actif financier poursuit sa progression

Graphique 16 : Une hausse relative de l'encaisse et de l'investissement entre sociétés est à signaler



Les sociétés non financières accumulent de l'argent liquide depuis 10 ans, si bien qu'elles possèdent désormais plus de 19 % de la monnaie nationale et des dépôts – ce qui contraste nettement avec la situation qui caractérisait le milieu des années 1970, auquel moment la donnée correspondante dépassait légèrement 5 %. Il est clair que les actifs liquides, y compris les investissements de portefeuille, ont gagné en importance au cours de la période, ce qui réduit au minimum le risque de liquidité. De plus, l'importance des investissements entre sociétés a aussi augmenté depuis 1992.

L'endettement est grandement réduit

La dépendance sensiblement réduite envers les fonds d'emprunt a contribué dans une large mesure à améliorer les bilans des sociétés. De même, une croissance moindre de l'endettement sur le marché du crédit conjugué au remaniement de la composition du passif des sociétés en faveur des instruments d'emprunt à long terme (graphique 17), et à la diminution des taux d'intérêt au fil des ans, a contribué à réduire tant le financement par emprunt que les frais d'intérêts (graphique 18)[18]. Par conséquent, le secteur n'est pas aussi vulnérable qu'avant à une hausse appréciable des taux d'intérêt à court terme.

Graphique 17 : Les pressions exercées par la dette à court terme s'allègent

Graphique 18 : Le fardeau global de la dette poursuit sa tendance à la baisse

Les liquidités augmentent fortement, tandis que le financement par emprunt poursuit son déclin

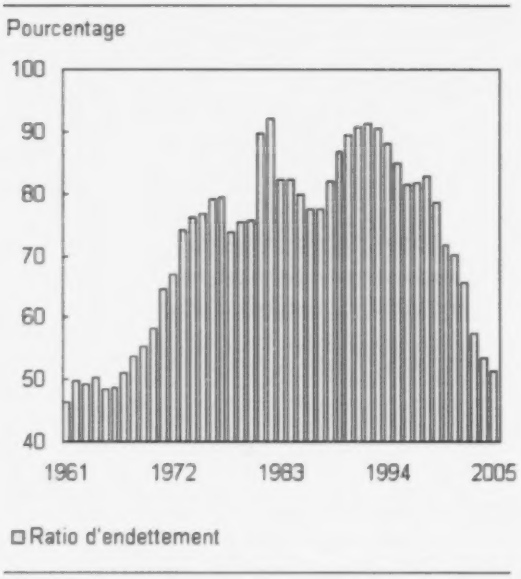
Le risque de liquidité a lui aussi diminué sensiblement (graphique 19). La liquidité des entreprises non financières, mesurée en termes de ratio de liquidité relative – c'est-à-dire le ratio de l'actif à court terme[19] au passif à court terme – s'est remarquablement amélioré. En effet, il a atteint un sommet historique, ce qui témoigne autant d'une hausse marquée des actifs liquides que d'une forte diminution de la croissance du passif à court terme.

18. *Le ratio du service de la dette consiste en les dépenses d'intérêt sur l'emprunt à titre de pourcentage des bénéfices avant l'impôt sur le revenu, la dépréciation et les dépenses d'intérêt sur l'emprunt. Voir Statistiques financières trimestrielles des entreprises, nº 61-008 au catalogue.*

19. *Les stocks sont exclus du calcul, comme ils sont généralement beaucoup moins liquides que les autres actifs à court terme.*

Graphique 19 : Les bilans des sociétés affichent des niveaux records de liquidité

Graphique 20 : Le financement par endettement des sociétés poursuit sa tendance à la baisse



En outre, le rapport changeant entre la dette et les capitaux propres et le niveau élevé des fonds autogénérés ont eu pour effet cumulé de porter le financement par emprunt des sociétés à son niveau le plus bas depuis les 38 dernières années. Le ratio de la dette contractée sur le marché du crédit au capital-actions en circulation, augmenté des bénéfices non répartis, témoigne à la fois des cycles économiques et des changements structurels amorcés à compter du milieu des années 1990 (graphique 20). Toutes choses étant égales par ailleurs, des niveaux réduits de financement par emprunt indiquent que les sociétés non financières sont en meilleure posture pour faire face à des chocs économiques imprévus et aux fluctuations des taux d'intérêt ou pour exploiter de nouveaux débouchés économiques.

5. Sommaire et conclusion

Les entreprises canadiennes ont une incidence appréciable sur le rendement de l'économie nationale en raison de leur capacité d'engager des investissements à grande échelle et du rôle qu'ils jouent par la suite en faveur de la création de revenu et d'emplois. Un changement important à leur position financière mérite donc d'être analysé.

Dans le présent document, les causes sous-jacentes d'une position excédentaire en expansion des sociétés et ses principaux effets ont été déterminés. En bref, les entreprises non financières ont misé sur des bénéfices records, des taux d'intérêt historiquement bas et des marchés boursiers relativement vigoureux pour remanier considérablement leurs bilans. À telle enseigne que les finances des sociétés, examinées dans leur ensemble, n'ont pas été aussi robustes depuis des décennies. La question de l'heure est celle de savoir ce que la situation actuelle réserve à l'économie dans une optique prospective – plus particulièrement, en ce qui a trait aux perspectives d'investissement et d'expansion économique. Ces questions appellent en soi des recherches, mais nous abordons ci-dessous quelques points pertinents.

Les sociétés financent leurs investissements à même les fonds autogénérés et consentent un financement à l'économie

La position de l'épargne et la situation connexe de l'excédent et du déficit du secteur a subi un remaniement structurel profond, notamment en ce qui concerne la production d'un important volume d'épargne et d'excédents des sociétés, comme le décrit la présente étude. Les sociétés alimentent de plus en plus en capitaux les autres secteurs de l'économie, celui des non-résidents y compris.

Une question qui vient à l'esprit est celle de savoir s'il y a suffisamment d'épargne dans l'économie pour satisfaire à la demande d'investissement. Si, du point de vue historique, une forte dépendance envers l'épargne des ménages et le financement provenant de l'étranger était constatée, la situation actuelle est toute autre. En effet, depuis 10 ans environ, le Canada produit de façon continue des fonds largement suffisants pour financer l'investissement, malgré le rétrécissement appréciable de l'épargne personnelle et l'évolution du déficit des particuliers. Nous connaissons le contraire du principe selon lequel « les ménages économisent et les entreprises investissent ». À l'heure qu'il est, l'épargne du secteur des sociétés prédomine dans l'épargne nationale, et elle dépasse les besoins des entreprises en dépenses d'investissement. Il y aurait peut-être lieu de se demander quelle part des bénéfices non répartis des sociétés revient, en bout de course, aux non-résidents. En regardant les bénéfices réinvestis sur l'investissement direct étranger au Canada, on remarque une tendance à la baisse de la proportion des créances étrangères sur les bénéfices des sociétés canadiennes depuis 2000.

Le ralentissement de l'investissement ces dernières années présente plusieurs aspects...

Le ralentissement des dépenses en capital ces dernières années peut être le fait de certains facteurs qui ne sont pas étroitement liés. L'un d'eux pourrait être le ralentissement progressif de l'investissement direct étranger au Canada, eu égard à l'importance historique des filiales étrangères dans l'économie canadienne au cours de la période de l'après-guerre. Un autre facteur susceptible de jouer tient à la possibilité de l'existence de capitaux excédentaires, à savoir, certaines entreprises – surtout dans le secteur des technologies de l'information et des communications et celui des télécommunications – auraient engagé des investissements excessifs entre la fin des années 1990 et le début du nouveau millénaire. Par ailleurs, l'évolution des objectifs des sociétés a aussi pu freiner en quelque sorte les dépenses en capital. L'investissement ne signifie pas uniquement des dépenses en capital. En effet, la notion peut englober différents types de mises de fonds, notamment la hausse des liquidités et la diminution de l'endettement.

L'investissement s'étend également à la méthode indirecte qui consiste à accroître le capital productif d'une entreprise par l'acquisition de sociétés, afin de réduire globalement ses frais d'exploitation, d'augmenter sa part de marché à court terme ou d'opérer une intégration verticale ou horizontale afin de profiter d'occasions à moyen terme. D'aucuns pourraient soutenir que la prise de contrôle est un moyen efficient d'acquérir du capital qui permet d'éviter la capacité excédentaire lorsque la demande fluctue. Une autre hausse de l'investissement entre sociétés a été constatée ces dernières années, dont une bonne part a eu lieu à l'étranger. Cela laisse-t-il entendre que, par suite de la mondialisation, des entreprises transfèrent leur production à l'étranger, attirées par de faibles coûts ou des marchés en émergence[20]?

... mais l'investissement a repris en 2005

En peu de mots, il se peut que les entreprises aient attendu des occasions d'investissement profitables, compte tenu de la conjoncture incertaine et du rajustement des marchés boursiers des dernières années. Par conséquent, elles font preuve de prudence lorsqu'elles établissent leurs plans de dépenses en capital intérieures. Cela dit, il semble que la situation soit en train de changer.

Fait à noter, les données trimestrielles de 2005 révèlent une reprise des dépenses en capital des entreprises, et des signes portent à croire que le Canada se situe au stade préliminaire d'une remontée du cycle d'investissement[21]. Si une reprise de l'investissement est à prévoir, elle est certainement supportée par la robustesse relative des positions financières des sociétés dans l'ensemble, comme en témoigne le présent

---

20. La mondialisation des entreprises canadiennes par l'entremise de l'établissement des sociétés affiliées à l'étranger peut être mise en perspective en examinant les statistiques du commerce des sociétés affiliées à l'étranger de la Division de la balance des paiements, Statistique Canada.

21. Voir « Cycles d'investissement des entreprises », L'Observateur économique canadien, septembre 2005, Statistique Canada, n° 11-010 au catalogue.

document. Il est fondé de conclure, à ce moment, que les sociétés canadiennes sont en bonne posture pour participer au prochain boom de l'investissement.

Des faits probants portent à croire que les longues remontées de l'investissement sont généralement précédées de périodes de faible endettement des entreprises et accompagnées de hausses de l'endettement. Le cycle de fort investissement réel des entreprises des années 1960 (de 1961 à 1966) a été caractérisé par un niveau historiquement faible d'endettement et de forts taux de liquidité. La croissance des dépenses en capital réelles des entreprises de la période de 1968 à 1974 a été annoncée par des niveaux relativement faibles d'endettement. Par ailleurs, la reprise de l'investissement des entreprises au lendemain de la récession de 1981-1982 a été précipitée par une chute rapide du ratio d'endettement, comme l'a été la remontée de 1993. Le seul écart à signaler par rapport aux faits historiques est la glissade régulière de l'endettement des entreprises depuis 1992, à mettre surtout sur le compte d'une forte demande d'actions et de la croissance des bénéfices non répartis.

La situation commande de plus amples recherches

La présente étude fait valoir qu'une analyse plus approfondie de la corrélation entre des éléments de la situation financière des sociétés et les tendances de l'investissement est peut-être justifiée. Qui plus est, une analyse des bénéfices non distribués par industrie pourrait éclairer les perspectives de l'investissement. Il pourrait être utile, par ailleurs, d'analyser le rôle joué par les flux d'investissement direct et les dépenses en capital au pays, par industrie. De surcroît, comme nous disposons de données détaillées sur les finances et la richesse du secteur financier provenant des comptes nationaux, il pourrait être utile d'examiner plus à fond l'excédent des sociétés financières, en complément de la présente étude. En dernier lieu, des faits récents justifieraient une analyse approfondie de l'évolution des positions d'excédent ou de déficit des autres grands secteurs de l'économie.

Glossaire

Acquisition de capital non financier : Comprend la formation brute de capital fixe d'un secteur (capital fixe), plus son investissement en stocks et son acquisition nette d'actifs existants. Ne s'applique pas au secteur des non-résidents qui, par définition, réalise seulement des investissements financiers.

Bénéfices non répartis des sociétés : les bénéfices des sociétés après impôts demeurant au Canada, moins les dividendes versés aux résidents canadiens, moins les dons de charité et autres charges sociales.

Épargne brute : Définition de l'épargne qui englobe les provisions pour consommation de capital.

Épargne nette : Le revenu courant d'un secteur moins ses dépenses courantes. Comprend les transferts courants mais exclut les provisions pour consommation de capital et transferts de capitaux. Synonyme d'épargne.

Formation brute de capital fixe : (secteur des sociétés). On regroupe sous ce nom toutes les dépenses en immeubles, travaux de génie et machines et matériel. La formation brute de capital en machine et matériel comprend les importations de machines et matériels usagés. Ces dernières étant incluses parce qu'elles viennent accroître le stock de capital productif au pays. La formation brute de capital fixe en immeubles inclus les coûts de transfert sur la vente d'actifs existants (commissions immobilières par exemple). Le capital fixe du secteur des sociétés comprend deux grandes catégories : les structures non résidentielles et les machines et le matériel. On peut utiliser l'abréviation « capital fixe » dans le Compte capital et financier ainsi que le synonyme « investissement en capital fixe ».

Source : Comptes nationaux des revenus et dépenses.

Série technique

La Division des comptes des revenus et dépenses (DCRD) offre des tirés à part d'articles techniques, que l'utilisateur peut obtenir sans frais. Voici la liste des tirés à part disponibles. Pour obtenir des copies, vous pouvez communiquer avec la responsable des services aux clients au 613-951-3810 ou vous pouvez écrire à DCRD, Statistique Canada, 21^{e} étage, édifice R.H. Coats, Tunney's Pasture, Ottawa, Ontario, K1A 0T6. (Internet : iead-info-dcrd@statcan.ca)

1. «Les indices de prix Laspeyres, Paasche et en chaîne dans les comptes des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, quatrième trimestre 1988.

2. «Document technique sur le traitement de la production de céréales dans les comptes trimestriels des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1989.

3. «Révision des données de la période 1985-1988 dans les comptes nationaux des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1989.

4. «Incorporation dans les comptes des revenus et dépenses d'une décomposition de (investissement en machines et matériel», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, troisième trimestre 1989.

5. «Les nouvelles estimations provinciales de la demande intérieure finale en prix constants», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, quatrième trimestre 1989.

6. «Produit intérieur brut en termes réels : sensibilité au choix de l'année de base», tiré à part de *L'Observateur économique canadien*, mai 1990.

7. «Révisions des données de la période 1986-1969 dans les comptes nationaux des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1990.

8. «Les indices de volume dans les comptes des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1990.

9. «Un nouvel indicateur des tendances de l'inflation par les salaires», tiré à part de *L'Observateur économique canadien*, septembre 1989.

10. «Tendances récentes des salaires», tiré à part de *L'Emploi et le revenu en perspective*, hiver 1990.

11. «Le système de comptabilité nationale du Canada et le système de comptabilité nationale des Nations Unies», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, troisième trimestre 1990.

12. «La répartition des impôts indirects et des subventions aux composantes de la dépense finale», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, troisième trimestre 1990.

13. «Le traitement de la TPS dans les comptes des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1991.

14. «L'introduction des indices de volume en chaîne dans les comptes des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1991.

15. «Révisions des données de la période 1987-1990 dans les comptes nationaux des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, deuxième trimestre 1991.

16. «Estimations en volume du commerce international des services commerciaux», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, troisième trimestre 1991.

17. «Le défi de la mesure dans les comptes nationaux», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, quatrième trimestre 1991.

18. «Étude sur le flux des services de consommation générés par le stock de biens de consommation», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, quatrième trimestre 1991.

19. «La valeur du travail ménager au Canada. 1986», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1992.

20. «Révisions des données de la période 1988-1991 dans les comptes nationaux des revenus et dépenses», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, estimations annuelles. 1980-1991.

21. «Achats outre-frontière - Tendances et mesure», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, troisième trimestre 1992.

22. «Comment lire» les statistiques produites par le gouvernement : un guide pratique», tiré à part de *Options Politiques*, vol. 14, n° 3, avril 1993.

23. «L'Actualité des comptes des revenus et dépenses trimestriels : une comparaison à l'échelle internationale», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1993.

24. «Comptes nationaux des revenus et dépenses : Estimations révisées pour la période de 1989 à 1992», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, estimations annuelles, 1981-1992.

25. «Comparaisons internationales des quantités et des prix: parités de pouvoir d'achat et dépenses réelles, Canada et États-Unis», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, estimations annuelles, 1981-1992.

26. «La ventilation par secteur du PIB au coût des facteurs», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, troisième trimestre 1993

27. «La valeur du travail ménager au Canada, 1992», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, quatrième trimestre 1993.

28 «Évaluation de la dimension de l'économie souterraine : le point de vue de Statistique Canada», tiré à part de *L'Observateur économique canadien*, mai 1994.

29. «Comptes nationaux des revenus et dépenses : Estimations révisées pour la période de 1990 à 1993», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, premier trimestre 1994.

30. «Rapport d'étape : élément environnemental des comptes nationaux du Canada», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, estimations annuelles, 1982-1993.

31. «Le Compte satellite du tourisme», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, deuxième trimestre 1994.

32. «Le système international de comptabilité nationale de 1993 : son application au Canada», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*. troisième trimestre 1994.

33. «La révision de 1995 des Comptes économiques et financiers nationaux», tiré à part de *Comptes économiques et financiers nationaux*, premier trimestre 1995.

34. «Une introduction aux produits financiers dérivés», tiré à part de *Comptes économiques et financiers nationaux*, premier trimestre 1995.

35. «L'effet du changement d'année de base sur le PIB», tiré à part de *Comptes économiques et financiers nationaux*, deuxième trimestre 1996.

36. «Parités de pouvoir d'achat et dépenses réelles, États-Unis et Canada : mise à jour jusqu'à 1998», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, troisième trimestre 1999.

37. «Capitalisation des logiciels dans la comptabilité nationale», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, février 2002.

38. «Compte satellite provincial et territorial du tourisme pour le Canada, 1996», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, avril 2002.

39. «Parités de pouvoir d'achat et dépenses réelles, États-Unis et Canada», tiré à part de *Comptes nationaux des revenus et dépenses* , premier trimestre 2002.

40. «Compte satellite provincial et territorial du tourisme pour le Canada, 1998», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, juin 2003.

41. «Recettes des administrations publiques attribuables au tourisme, 1998», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, septembre 2003.

42. «Méthodologie de l'indice de volume en chaîne Fisher», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, novembre 2003.

43. «Tendances provinciales et territoriales des statistiques économiques : 1981 - 2000», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, novembre 2003.

44. «Les révisions de 1997 à 2003 des Indicateurs nationaux du tourisme», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, octobre 2004.

45. «Étude des révisions des données des indicateurs nationaux du tourisme», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, octobre 2004.

46. «Comptes économiques provinciaux et territoriaux», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, novembre 2004.

47. «Révisions des Indicateurs du tourisme du Canada», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, janvier 2005.

48. «Compte satellite du tourisme du Canada, 2000», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, octobre 2005.

49. «Tendances sur le plan de l'épargne et du prêt net dans les comptes nationaux», *Comptes nationaux des revenus et dépenses série technique*, novembre 2005.